

# البورصات العربية

## بين التطوير والتحديات المستقبلية

د. محمد صادق إسماعيل

العربي للنشر والتوزيع

# البورصات العربية

# بين التطوير والتحديات المستقبلية

البورصات العربية بين التطوير والتحديات المستقبلية

د. محمد صادق اسماعيل

الطبعة الأولى: ٢٠١٦

رقم الايداع:٢٠٩٨٥/٢٠١٦

الترقيم الدولي: ٩٧٨٩٧٧٣١٩٣١٢٦

الغلاف: خالد شريف



٦٠ شارع القصر العيني - ١١٤٥١ - القاهرة

ت ٢٧٩٢١٩٤٣ - ٢٧٩٥٤٥٢٩ فاكس٢٧٩٤٧٥٦٦

www.alarabipublishing.com.eg

بطاقة فهرسة

إسماعيل, محمد صادق

البورصات العربية بين التطوير والتحديات المستقبلية/ محمد صادق إسماعيل.– القاهرة:

العربي للنشر والتوزيع ٢٠١٦

- ص؛ سم. تدمك: ٩٧٨٩٧٧٣١٩٣١٢٦

١- البورصات

أ- العنوان ٣٣٢,٦٤٢

# البورصات العربية

## بين التطوير والتحديات المستقبلية

## دراسة تحليلية مقارنة لأداء البورصات العربية

د. محمد صادق اسماعيل





# مقدمة

ظهرت الأسواق المالية في أواخر القرن الخامس عشر نتيجة التطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت بـه معظم دول العالم ولاسيما الدول الرأسمالية، حيث شـهدت توسـع كبـير في حركـة التجـارة وأسـواق السـلع والخدمات وإنشاء الشركات المساهمة والمشاريع التجارية والاستثمارية، مما أدى إلى ظهور ورسوخ مفهـوم السوق المالي بحيث يشمل جميع الأصول الماليـة، سـواء تلـك التـي تتسـم بالسـيولة الماليـة أي النقـود، أو الأصول المالية التي تتميز بالسيولة المؤجلة أي سوق الأوراق المالية[1].

وهذا يعنى أن الأسواق المالية تتكون من شقين أساسين هـما، السـوق النقديـة الـذي يـتم فيـه تـداول الأوراق المالية قصيرة الأجل مـن خـلال السـماسرة والبنـوك التجاريـة وبعـض الجهـات الحكوميـة، وسـوق الأوراق المالية الذي يجمع بائعي الأوراق المالية وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه، بشرط توافر قنوات اتصـال فعالـة فـيما بـين المتعـاملين في السـوق بحيـث تجعـل الأثمان السائدة في أي لحظة زمنية معنية واحدة بالنسبة لأية ورقة متداولة فيه[2].

وتلعب الأسواق المالية بشكل عام عدة أدوار مميزة في اقتصاديات أي دولة، لعل أهمها أنه يمثـل دارة لتمويل الاقتصاد، تنظيم سيولة الادخار على المدى الطويل، أداة لقياس قيمة الأصول، وسيلة مساعدة عـلى تغير الهياكل الإنتاجية، بالإضافة إلى أنه مكان للتفاوض على المخاطر[3].

ومن ثم تتميز سوق الأوراق المالية بأنها أسواق كاملة بالمعنى الاقتصادي، بمعنى أنها قادرة على تـوفير معرفة البائعين والمشترين بأحوال السوق وذلك بحكم الاتصال التام فـيما بيـنهم، وتجـانس الأوراق الماليـة المتعامل فيها تجانساً كاملاً، كما أنها تعمل على توفير حرية البيـع والشراء وتسـمح للمتعـاملين في السـوق على تحين الفرص الممكنة للاستفادة من تقلبات الأسعار الفعلية والمتوقعة[4].

ومن هنا تؤدي سوق الأوراق المالية دورا هام في الحياة الاقتصادية، مما يجعـل وجودهـا بمثابة المرآة التـي يـنعكس عليهـا اقتصـاديات الـدول، نظـراً لمـا تقدمـه مـن خـدمات ماليـة ذات طبيعة خاصة، وبقدر ما يوصف هذا السوق بالثبات والقـوة، يوصـف اقتصـاد الدولـة

---

١- بوكساني رشيد، "معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها"، رسالة دكتـوراه، كليـة العلـوم الاقتصـادية وعلـوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، ٢٠٠٦، ص ٤٢.

٢- رسمية أحمد أبو موسى، "الأسواق المالية والنقدية"، دار النشر، عمان الأردن، الطبعة الأولى، ٢٠٠٤، ص ٩.

٣- محمد مطر، إدارة الاستثمارات"، مؤسسة الوراق، عمان، الأردن، الطبعة الثانية، ١٩٩٩، ص ١٤٠.

٤- د. عطية فياض، "سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي (دراسة مقارنة بين الفقـه الإسـلامي والقـانون الوضـعي)"، دار النشر للجامعات، القاهرة، ١٩٩٨، ص ٥١.

بالاستقرار والنشاط تبعاً، وبـذلك تـنعكس سـلامة وحسـن أداء هـذه الأسـواق عـلى سـلامة وحسـن الأداء الاقتصادي للدولة بشكل عام، بالمقابل فـإن تـدهور وانخفـاض كفـاءة هـذه الأسـواق يمتـد ليشـمل بـاقي القطاعات الاقتصادية ليؤثر سلبيا على الأداء الاقتصادي ككل[1].

ومن هذا المنطلق بدأت معظم دول العالم، المتقدمة والنامية عـلى حـد سـواء، تهـتم بتطـوير أسـواقها المالية منذ العقود الماضية، وذلك نتيجة الاقتناع المتزايد بأهمية الدور الذي تؤديه هذه الأسواق في مسـيرة التنمية الاقتصادية، من خـلال تـوفير قنـوات تعبئـة المـدخرات نحـو القطاعـات الاقتصـادية الأكـثر كفـاءة وربحية، وجذب الاستثمارات الأجنبية لتوفير موارد مالية إضافية تساهم في التنمية المحلية، وهو ما يقلـص الحاجة إلى الاقتراض الخارجي، هذا جانب قيامها بتقديم كثير من الخـدمات الماليـة الأخـرى التـي تسـاعد على زيادة الوعي والرشد الادخاري والاستثماري لدى جموع المواطنين.

ومن مظاهر ذلك فقد شهدت أسواق رأس المال الأجنبية خلال العقد المـاضي طفـرة ونمـو في نشـاطها، سواء على مستوى زيادة إجمالي رؤوس الأموال أو النمو الهائل في حجم استثمارات المؤسسـات الأجنبيـة أو تدفقات رؤوس الأموال أو تطوير وسائل الوقاية من المخاطر، وذلك نتيجة لمجموعـة مـن العوامـل أهمهـا التحرر من الضوابط التي تحكم المعاملات المالية في الأسواق المحلية للدول المختلفة والتي أدت إلى توسيع نطاق أنشطة عمليات الوساطة المالية والاستثمار، وتدويل الأسواق المالية وما ترتب على ذلك مـن توسـعة النطاق الجغرافي للوسـاطة والاسـتثمار إلى مـا هـو أبعـد مـن الحـدود الوطنيـة أو الإقليميـة، بالإضـافة إلى المنافسة الشديدة في الأسواق الدولية مع توجه للاستفادة من وفورات الحجم الكبير بما في ذلـك التخصـص في الوساطة المالية والاستثمار، حيث تم الاندفاع الملحوظ نحو عمليات الدمج وشراء الشركـات والتـي أدت إلى إعادة هيكلة الكثير من المؤسسات المالية الدولية[2].

وبالتوازي حاولت أسواق رأس المال العربية جاهدة مواجهة العولمة المالية وحركة التحرر المالي التي شهدها العالم، من خلال أعادة هيكلية أسواقها بفصل الدور الرقابي عـن التنفيـذي، واسـتقطاب المسـتثمرين باعتبارهـا مصدر تنويع لمحافظهم، ومواكبة أي تطورا في عالم الأسواق المالية سعيا للوصول لاندماج مع أكبر الأسواق المالية الدولية، إلا أن الممارسـة الواقعيـة والفعليـة تثبـت أن هـذه الأسـواق لا تـزال دون المسـتوى المطلـوب وتعـاني

---

١- د. عطية فياض، "سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي (دراسـة مقارنـة بـين الفقـه الإسـلامي والقـانون الوضـعي، مرجع سابق، ص.٥٢

٢- إدارة البحوث والدراسات، ورقة عمل بعنوان "تطور أسواق رأس المال في دول مجلس التعاون لدول الخلـيج العربيـة"، في مؤتمر: "التمويل والاستثمار في الشرق الأوسط"، المنامة، ١٩٩٠/٣/٦.

من العديد المشاكل والمعوقات البنيوية التي تتعلق أساسا بالإطار التنظيمي والتشريعي، وضيق نطاق السوق والأدوات المتداولة فيه بالإضافة إلى ضعف نظام المعلومات وغياب الشفافية والإفصاح المحاسبي، مما يحول دون قيامها بدورها الرئيسي وكفاءتها وتطورها، الأمر الذي يشير إلى أن هذه الأسواق لا تزال بحاجة إلى مزيد من الدعم من مختلف الجهات لتمكينها من القيام بدورها الحيوي والهام في تعزيز النمو الاقتصادي[1].

وبالتالي فإن الدول الصناعية تمكنت من بناء أسواق أوراق مالية كبرى قوية في مواجهة عدم استقرار أسعار الفائدة وأسعار الصرف، مستغلة في ذلك التقدم التقني في المعلومات والاتصالات والتوسع في الشركات العابرة للقارات والشركات المساهمة العامة، وزيادة العرض والطلب على الأوراق المالية، وفي مقابل ذلك لا تزال أسواق الأوراق المالية العربية تعاني من التخلف وتواجه العديد من العوائق، رغم الإصلاحات التي قامت بها كل دولة على حدا في سوقها المحلية لتطوير القطاع المالي فيما بينها. أي أن كل الأسواق المالية في مختلف الاقتصاديات لا تتسم بنفس الدرجة من الكفاءة في ترشيد المواد المالية، فما يؤديه السوق المالي العالمي على درجة كبيرة من الكفاءة والتنظيم من أدوار في الحياة الاقتصادية لا يمكن مقارنته بمستوى الدور الذي تؤديه الأسواق المالية العربية، والتي لا تزال في المراحل الأولى على مسار التنمية الاقتصادية[2].

وعلى الجانب الآخر فقد كانت الأسواق المالية بدول مجلس التعاون لدول الخليج العربية من الوسائل المتقدمة في استثمار الفوائض المالية وتوظيف مدخرات الأفراد وغيرهم في مجالات إنتاجية، وإجراء الصفقات المالية، وتمكين المساهمين من بيع حصصهم أو شراء أسهم إضافية. ومن الظواهر الاقتصادية الحديثة الأخرى في دول الخليج، انتشار ظاهرة التداول بالأسهم، وهي الظاهرة التي جاءت انعكاساً للتطورات الاقتصادية التي شاهدتها المنطقة نتيجة اكتشاف النفط، وأدت بدورها إلى ازدهار المدخرات والاستثمارات الفردية ونموها. وقد ترافقت ظاهرة تداول الأسهم مع ازدياد عدد الشركات المساهمة في دول الخليج، وذلك لتلبية لحاجات البناء الاقتصادي التي بدأت تأخذ إطارها المتكامل والتنظيمي في بناء مؤسسات الدولة خاصة بعد قيام تلك الدول، والتي كان لها الأثر الأكبر في خلق اقتصاد يملك جميع المقومات اللازمة لوجوده وتطوره.

---

١- سامي حطاب، ورقة عمل بعنوان "تطور الأسواق المالية العربية فرص التكامل والتنافس"، مقدمة في مؤتمر الملتقى السنوي الثاني لسوق رأس المال الفلسطيني، سوق فلسطين للأوراق المالية، رام الله، فلسطين، ٢٠٠٨.

٢- دينا أحمد عمر، "أثر أسواق الأوراق المالية العربية في النمو الاقتصادي"، مجلة تنمية الرافدين، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الموصل، العدد ٩٦، مجلد ٣١، ٢٠٠٩، ص ٦٠.

وبصفة عامة تلعب سوق الأوراق المالية الخليجية مجموعة من الوظائف الاقتصادية الهامة، ومنها[1]: إيجاد سوق دائمة مستمرة، وسهولة الاستثمار في سوق الأوراق المالية بالسهولة واليسر وذلك بالمقارنة بصعوبة الاستثمار في مجالات أخرى، وتحقيق مجموعة من المزايا للمدخرين التي تشجعهم على توظيف أموالهم في الأوراق المالية حيث تعطي الأمان الكامل لرؤوس أموالهم وأيضا في الحصول على عائد منتظم للورقة المالية التي يتعامل فيه، كما تعطيهم الحق في سهولة التصرف في الصك في أية لحظة، كما أن العلانية المتوافرة في البورصة تساعد المدخر في اتخاذ القرار المناسب لتوظيف أمواله.

إضافة إلي ذلك تلعب سوق الأوراق المالية الخليجية دور في "عمليات التطابق"[2], وهي عبارة عن عمليات موازنة في الأسعار لسهم معين أو سند معين بين بورصات أدى الدول، وفي حالة الأسهم في الشركات الدولية تكون عمليات الموازنة بين بورصات الدول المقيدة بها أسهم هذه الشركات، فإذا كانت مثل هذه الأوراق تسعر في جميع البورصات فان هبوط سعر أحداها في أحدى البورصات يدفع المحترفين إلي شرائها بقصد بيعها بثمن أعلى في سوق أخرى، فعملية الشراء هذه تضمن عمل موازنة بين الأسعار وزوال الضغط الذي يحدث في أحدى الأسواق بسبب زيادة اطلب على الشراء منه أو زيادة العرض في صورة مبيعات ضخمة وبذلك يتلاشى تذبذب الأسعار الحاد من زيادة أو انخفاض.

وبصفة عامة كي تقوم البورصات بأداة أدوراها الاقتصادية على الوجه الأكمل، فإن ذلك يتطلب توافر شروط معينة هي: اقتصاد منتعش، سياسة اقتصادية رشيدة، أوضاع سياسية واقتصادية وقانونية ضريبية مستقرة، ووفرة المدخرات، وهيكل متكامل بين البنوك والمؤسسات المالية التي تستخدم أساليب فنية متقدمة فضلا عن توافر كوادر فنية ذات خبرة مرتفعة.

وعند الحديث عن واقع أداء البورصات في العالم العربي يثور اتجاهان متعارضان في هذا الشأن، حيث ينظر أنصار الإتجاه الاول الى اداء البورصات العربي من منظور إيجابي مؤكدين ان البورصات العربية على اختلاف دولها قد قطعت شوطا كبيرا نحو التقدم وبلغت معدلات أداء مرتفعة مقارنة بدول أخرى خارج المنطقة العربية.

---

١- محمد كمال أبو عشمة، "أهمية تطوير أسواق المال في دول مجلس التعاون الخليجي"، مجلة بحوث اقتصادية عربية، مركز دراسات الوحدة العربية، العددان ٥٥ - ٥٦، ٢٠١١، ص ١٤٠.

٢- د.عطية فياض، "سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي (دراسة مقارنة بين الفقه الإسلامي والقانون الوضعي)"، مرجع سابق، ص ٥٧ - ٥٨.

في حين يرى أنصار الإتجاه الثاني ان أداء البورصات العربية لا يـزال متواضـعا ودون المسـتوى المطلـوب وتحتاج الى العديد من جهود التطوير والتحديث لمواكبة التقدم الهائل في اداء البورصات العالمية.

إلا أن الواقع يشير إلى أن هذه الأسواق لا تزال تعاني من العديد مـن نقـاط الضـعف ولم تـؤدي الـدور المطلوب منها وهو تمويل التنمية الاقتصادية؛ وذلك بسبب التحديات التي تواجهها الـدول العربيـة سـواء على المستوى المحلى ممثلة في البيئة المنظمة ومدى ملاءة وتطور التشريعات والقـوانين الداخليـة، أو عـلى المستوى الإقليمي ممثلة في ضعف جهود التعاون والترابط فيما بينهـا، أو عـلى المسـتوى الـدولي ممثلـة في التطورات التي ترتبط بالأسواق العالمية والتغيرات التقنية[١].

وعلى هذا الأساس، فإن السؤال الرئيس الذي تحاول هذه الدراسة الإجابة عليه، يمكن صـياغته في: "مـا هو واقع أداء البورصات العربية في ظل الظروف الاقتصادية الحالية والتحديات المستقبلية الآتية"؟

وعلى الـلـه قصد السبيل،،،

المؤلف


للتواصل: acs_٢٣٥@yahoo.com

info@acpss.net


١- سامي حطاب، ورقة عمل بعنوان "تطور الأسـواق الماليـة العربيـة فـرص التكامـل والتنـافس"، مقدمـة في مـؤتمر الملتقـى السنوي الثاني لسوق رأس المال الفلسطيني، سوق فلسطين للأوراق المالية، رام الـلـه، فلسطين، ٢٠٠٨.

# الفصل الأول

# ماهية البورصة وآليات عملها..

# تأطير نظري

تعتبر عملية تعبئة الموارد (المحلية منها والخارجية) مـن أهـم التحـديات التـى تواجـه الـدول الناميـة، وذلك لتمويل الاستثمارات الإنتاجية ولتحقيـق معـدلات مرتفعـة للنمـو الاقتصـادى ولهـذا يعمـل صـانعو السياسات الاقتصادية فى هذه الدول على تكوين أسواقهم المالية وإعطائها مزيـد مـن الاهـتمام، وذلـك لمـا لهذه الأسواق من أهمية فى تعبئةالمدخرات المحلية، وجذب مزيد من تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية[1].

أولاً: ماهية سوق الأوراق المالية

يقصد بسوق المال جميع الأجهزة والمؤسسات التى تعمل فى تجميع المدخرات بكافة أشـكالها وآجالهـا، وإعادة استثمارها بشكل مباشر أو غير مباشر[2].

وسوق المال بهذا المفهوم عبارة عن قناة بين أولئك الذين يملكـون فـوائض ماليـة (المـدخرون) - وهـم يشكلون جانب العرض للأموال – وأولئك الذين لـديهم عجـز مـالى (المقترضـون) – وهـم يشـكلون جانـب الطلب على الأموال -، حيث تعمل سوق المال على انسياب الموارد الماليـة مـن الوحـدات الاقتصـادية ذات الفائض المالى (أفراد – مؤسسات – شركات)، إلى الوحدات الاقتصادية ذات العجز المالى (أفراد – مؤسسـات – شركات)[3].

وتأخذ الأسواق المالية العديد من التقسيمات، وفقا لآجال المعاملات التى تتم فيها، أو حسـب الوسـيلة المستخدمة فى التعامل أو حسب المرحلة التى يتم خلالها التعامل[4]، كما قد تكون أسـواق المـال محليـة أو إقليمية أو عالمية.

وتعد سوق الأوراق المالية إحدى أهم آليات تجميع وتوجيه المـوارد الماليـة وتوظيفهـا فى المشروعات الاستثمارية حيث تلعب هـذه السـوق دوراً أساسـياً فى تطـوير وتنظـيم أسـاليب

١-El- Erain,M, Financial Market Development in the Middle East, "in "Development of Financial Market in the Arab countries, Iran and Turkey"Economic Research Forum for Arab countries, Iron & Turkey, ١٩٩٥, P١.

٢- حسين عبد المنطلـب حسـين محمـد الأسرج، دور سـوق الأوراق الماليـة فى تنميـة الادخـار فى مصر، رسـالة ماجسـتير غـير منشورة، مصر، جامعة الزقازيق، كلية التجارة، ٢٠٠٢، ص.٢٣.

٣- راجع فى ذلك:

- Ohlson, J.A., “The Theory of Financial Market and Information”, (N.Y: Clsovier Scince Pub., Co., Inc., ١٩٨٧), P ١٠.

- Rose, P.S., & D.R. Fraser, “Financial Institutions”, (Taxes: Business Pub., Inc., ٢nd Ed., ١٩٨٥), P.P ٥٩٠-٥٩٣.

٤- لمزيد من التفاصيل حول هذه التقسيمات راجع:

كمال سرور، اثر أسواق المـال عـلى السياسـات الاقتصـادية فى مصر، مـؤتمر الاسـتثمار والتمويـل الأول: الخصخصـة والأوراق المالية، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ١٦-١٧ مارس ١٩٩٦، ص ٤-٥.

التمويل للمشروعات، وتوفير هذا التمويل بالأحجام المطلوبة والمناسبة وذلك من خلال اقتناء الأفراد والشركات لما يصدر فى هذه السوق من أسهم وسندات. ويعتبر نمو هذه السوق مطلباً أساسياً للتنمية الاقتصادية لأى دولة، وخاصة تلك الدول التى تتبنى برامجاً لخصخصة العديد من شركات القطاع العام، ويتراجع فيها الدور المهيمن للدولة فى الحياة الاقتصادية[١].

وتعرف سوق الأوراق المالية بأنها السوق التى تتعامل فى الاستثمار المالى المتعلق بالأوراق المالية (الأسهم والسندات) سواء عند إصدارها لأول مرة أو عند تداولها بعد ذلك.

وبهذا المعنى تنقسم هذه السوق إلى شقين رئيسيين هما[٢]:

١- سوق الإصدار (السوق الأولية) Primary Market

سوق الإصدار أو السوق الأولية هى تلك السوق التى يتم من خلالها بيع الأوراق المالية المصدرة لأول مرة عن طريق الاكتتاب العام[*]. فى الأوراق المالية سواء كانت أسهما أو سندات، وقد يتعلق الاكتتاب بالأسهم الممثلة لرأسمال الشركة عند التأسيس أو عند زيادة رأسمالها بعد التأسيس، كما قد يتعلق بالسندات عند إصدارها سواء كانت صادرة عن شركة أو من شخص من الشخصيات الاعتبارية العامة التى يحق لها الإصدار[٣].

وتنبع أهمية السوق الأولية النشطة والمستقرة من كونها تعمل على جذب المدخرات سواء بطريقة مباشرة (من خلال شراء الأوراق المالية، أى الاكتتاب فى أسهم الشركات)، أو بطريقة غير مباشرة (من خلال البنوك وشركات التأمين التى تستثمر جزءاً من أموالها – الودائع وبوالص التأمين – فى شراء الأوراق المالية)[٤].

---

١- حسين عبد المنطلب حسين محمد الأسرج، دور سوق الأوراق المالية فى تنمية الادخار فى مصر، مرجع سابق، ص٢٤.

٢- راجع فى ذلك:

- عاطف النقلى، الخصخصة وسوق الأوراق المالية فى مصر.

- كتاب الأهرام الاقتصادى، العدد (٧٨) أغسطس ١٩٩٤، ص ص ١٩ – ٢١.

- بنك مصر، سوق الأوراق المالية فى مصر: المشاكل والسمات الخاصة بالسوق المالية الناشئة (١٩٩٠-١٩٩٦)، أوراق بنك مصر البحثية، العدد (١)، ١٩٩٧، ص ص ١٧- ١٨.

*- يتم إعلان المستثمرين الحاليين والمرتقبين بالإصدارات الجديدة من خلال نشرة الاكتتاب، وتشمل ملخصاً لأهم الحقائق المتعلقة بالجهة المصدرة والأوراق المالية المطروحة للاكتتاب، كما أنها تشمل كافة الحقائق التى يعتمد عليها المستثمر فى تقييم الأوراق المالية المصدرة وقد يتم الإعلان بصورة مباشرة للمستثمرين الحاليين، أو بطريقة غير مباشرة من خلال الصحف والمجلات المتخصصة. راجع فى ذلك: أحمد أسعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، مركز التعليم المفتوح، جامعة القاهرة، ١٩٩٤، ص٦.

٣- راجع فى ذلك:

- عاطف النقلى، الخصخصة وسوق الأوراق المالية فى مصر، مرجع سبق ذكره، ص ٢٠.

- مصطفى رشدى شيحه، زينب حسن عوض الله، النقود والبنوك والبورصات، (الإسكندرية: دار المعرفة الجامعية، ١٩٩٢)، ص ٤٥٦.

٤- صبرى أحمد أبو زيد، دور سوق المال فى تمويل الاستثمارات ...، مرجع سابق، ص ٩٠.

كما أن السوق الأولية تتيح فرصا متعددة للمدخرين لاستثمار مدخراتهم فى أشكال متعددة من الأوراق المالية، والتى تمثل بدورها أشكالاً مختلفة من الأنشطة الاقتصادية، ومن ناحية أخرى، فهى تتيح للمستثمرين ومنشآت الأعمال فرصاً للحصول على الأموال اللازمة للتوسع والنمو، وهو ما ينعكس أثره الإيجابى على الدخل القومى وعلى مستوى المعيشة فى الدول المعنية[١].

٢- سوق التداول (السوق الثانوية) Secondary Market

سوق التداول أو السوق الثانوية تعبر عن المكان الذى تتم فيه جميع المعاملات المالية بيعاً وشراء، والتى يترتب عليها نقل ملكية الأوراق المالية طويلة الأجل من الأسهم والسندات السابق إصدارها من بائع لمشترى، طبقاً لسعر السوق السائد للورقة المالية وقت البيع والشراء، سواء تمت هذه المعاملات من خلال أسواق منظمة أو غير منظمة[٢].

وتنبع أهمية السوق الثانوية من أنها تعمل على تحويل الأوراق المالية أو بيعها خلال آجالها المحددة، مما يجعل المستثمر (المدخر) مطمئنا إلى انه يستطيع الحصول على السيولة ( النقود ) اللازمة له فى أى وقت يريده[٣].

ثانياً: ماهية البورصة وإجراءات التعامل بها

ذكرت كلمة بورصة Bourse لأول مرة فى القرن السادس عشر عندما إستخدمها الأمير الملكى الفرنسى Ledit فى يوليو عام ١٥٤٩ والذى أنشأ بورصة تولوزLabaurse De Toulous؛ وبورصة الأوراق المالية هى فى الأصل بالإنجليزية (Stockexchange) وبالفرنسية (Labours) وهو مكان تجرى فيه التعاملات على الأوراق المالية بواسطة أشخاص مؤهلين ومتخصصين فى هذا النوع من العمل، وهى المعاملات التى تجرى فى مكان محدد أو فى أوقات محددة، حيث مرت البورصات فى العالم بمراحل، وقد كان هناك نوعان من البورصات أحدهما بورصة الأوراق المالية وهى خاصة بالتعامل فى الأسهم والسندات والأخرى بورصة التجارة ويقتصر التعامل فيها على المنتجات الزراعية والصناعية مع تخصص كل بورصة حسب إنتاج الإقليم[٤]، وتعد بورصة نيويورك من أشهر البورصات على مستوى العالم حيث تأسست عام ١٧٩٢[٥].

---

١- French, D., Security And Portfolio Analysis: Concepts and Management, (O.H: MerrillPub, ١٩٨٩), pp. ١٦-١٧.

٢- محمد عثمان إسماعيل حميد، أسواق المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال، (القاهرة: دار النهضة العربية، ١٩٩٣)، ص ٥٢.

٣- Rutterford, J., Introduction to Stock Exchange Investment, (London: McMmillan Press,١٩٨٣), PP ٢١-٢٣.

٤- أ. د. عبد المطلب عبد الحميد، إقتصاديات الاستثمار فى البورصة (القاهرة: الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، ٢٠١٠)، ص٨٩.

٥-Investopedia, stock basics tutorial, Investopedia, ٢٠١٠, p. ٦http ://www.investopedia.com /university /stocks/

وتعرف البورصة علـى أنهـا: أسـواق لتـداول الأوراق الماليـة ( أسـهم - سـندات) تصـدرها الشركـات أو الحكومات بين السماسرة ومندوبيهم والوسطاء، ويتم التعامل بالبيع والشراء على هـذه الأوراق فى سـاعات محددة، والبورصة هى سوق مالى من أهم أجهزة الأسواق المالية تتحقق فيه المنافسة الحـرة وتتحـدد فيـه الأسعار وفقا لقانون العرض والطلب[1]، وتعتبر بورصة وول ستريت فى الولايات المتحدة الامريكية من أكـبر أسواق الاوراق المالية فى العالم بسبب كبر حجم التداولات فيها[2].

وقد تنوعت الأوراق المالية المتداولة فى البورصة مابين أسهم عادية وأسهم ممتازة وسندات، فضـلاً عـن الأوراق المالية القابلة للتحويل،وصكوك الشراء اللاحقة، والأوراق المالية المتداولة فى سوق النقـد، وهـى مـا يلى:

١- الأسهم العادية

السهم هو عبارة عن حصة الشريك فى شركة مساهمة أى هو عبارة عن صك ملكية[3]، وله ثـلاث قـيم، قيمة أسمية: والتى تتمثل فى القيمة المدونة على قسيمة السهم ويكون منصوص عليهـا فى عقـد التأسـيس، وهناك قيمة دفترية: وهـى تعـادل قيمـة حقـوق الملكيـة (الإحتياطيـات، أربـاح محتجـزة، أسـهم عاديـة) مقسوماً على عدد الأسهم العادية المصدرة، أما القيمة السوقية: وهى القيمة التى تباع بها السهم فى سـوق رأس المال وقد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الأسمية أو الدفترية وتعتبر هى التقييم الحقيقـى للسهم العادى[4].

٢- الأسهم الممتازة

السهم الممتاز هو عبارة عن سند ملكية وله قيمة أسمية ودفترية وسوقية مثل السهم العـادى غـير أن القيمة الدفترية تتمثل فى قيمة الأسهم الممتازة كـما تظهـر فى دفـاتر الشركـة مقسـومة عـلى عـدد الأسـهم المصدرة، كما أن حامل السهم الممتاز له الأولوية على حملة الأسهم العادية فى أموال التصـفية، ولـه الحـق فى توزيعات سنوية تتحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الأسمية للسـهم، وكـذلك التصـويت المضـاعف فى الإجتماع السنوى للجمعية العمومية[5].

---

١- د. محمد فتحى البديوى، أسواق رأس المـال " بورصـات الاوراق الماليـة وصـناديق الإسـتثمار دراسـة تحليليـة" (القـاهرة: المكتبة الاكاديمية، ٢٠٠٧م) صـ٦١.

٢- عبد الباسط وفا محمد حسن، بورصة الاوراق المالية (القاهرة: دار النهضة العربية، ١٩٩٦ )، ص ٧٠٦.

٣- ضياء مجيد موسوي،البورصات" أسواق المال وأدواتها " ( الاسكندرية: مؤسسة شباب الجامعة، ٢٠٠٥ )، ص ٣٨.

٤- محمود أمين زويل، بورصة الأوراق المالية :موقعها من الأسواق – أحوالها ومستقبلها (الاسكندرية: دارالوفاء لدنيا الطباعة والنشر، ٢٠٠٠ )، ص٤٨، ٤٩.

٥- عبدالغفار حنفي ورسمية قرياقص،الأسواق والمؤسسات المالية:بنـوك تجاريـة - أسـواق الأوراق الماليـة -شركـات التـأمين- شركات الاستثمار( الإسكندرية، الدارالجامعية،٢٠٠١)، ص٢٧٠، ٢٧١.

٣- السندات

السند هو صك يمثل جزء من قرض تصدره الشركة أو هيئة عامة أو حكومية عن طريق الإكتتاب وهو قابل للتداول ويتضمن علاقة ذاتية ومديونية تربط بين مصدر السند (المنشأة) باعتباره مديناً وأصحاب السندات باعتبارهم دائنين ويعطى لحملة السندات فائدة ثابتة سنوياً، ولهم إستيفاء قيمتهاعند حلول أجل معين[1].

٤- الأوراق المالية القابلة للتحويل

تتمثل هذه الأوراق فى السندات والأسهم الممتازة التى تصدرها الشركة وتعطى الحق لحاملها إختياريا لتحويل هذه الأوراق الى أسهم عادية مما يشجع المستثمر على الإكتتاب فيها خاصة المستثمر الذى يتجنب المخاطر فهى تحقق له ميزتين وهى الحصول على معدل عائد ثابت بمجرد شرائه لهذه الأوراق والتمتع بالمشاركة فى نمو وإزدهار الشركة فى المستقبل عن طريق حقه فى تحويل هذه الأوراق إلى أسهم عادية فى أى وقت يختاره[2].

٥- صكوك الشراء اللاحقة

وهى احدى الوسائل التى تلجأ اليها الشركة لتحفيز المدخرين للإستثمار فى الأسهم العادية، عبارة عن صك يقوم المستثمر بشرائه، ويكفل له حق الشراء لعدد محدد من أسهم الشركة فى تاريخ لاحق وبسعر محدد مسبقا بصرف النظر عن السعر السوقى وقت تنفيذ هذه العملية وهذه الصكوك توفر الأعمال والحماية للمستثمر ضد مخاطر الأسعار[3].

٦- الأوراق المالية المتداولة فى سوق النقد

سوق النقد للأوراق المالية هو السوق الثانى الذى يتكون من المؤسسات المالية المتخصصة مثل بيوت السمسرة والمصارف التجارية وما يماثلها والتى تتعامل فى الأوراق المالية قصيرة الأجل، وهذه الأوراق هى صكوك مديونية مدون عليها مايفيد بأن لحاملها الحق فى إسترداد مبلغ معين من المال سبق أن أقرضه لطرف لسداد وقضاء إحتياجاته وعادة ما تكون تلك الأوراق قابلة للتداول وتتكون من أذون الخزانة و شهادات الإيداع القابلة للتداول والكمبيالات المصرفية والقبولات المصرفية والأوراق التجارية[4].

---

١- عبدالله بن محمد العمراني،" السندات من منظور شرعي "، بحث مقدم لمؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات..آفاق وتحديات ( الرياض، جامعة أم القرى،كلية الشريعة والقانون،٢٠٠٧ )، ص ٣.
٢- أ. د. عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص ص٨٩- ٩٣.
٣- المرجع السابق، ص ص ٩٣- ٩٨.
٤- طارق محمد خليل الأعرج،مرجع سبق ذكره، ص ص٣٧- ٤١.

ثالثاً: الفرق بين السوق والبورصة

هناك إختلافات واضحة بين السوق والبورصة وهى[1]:

١- التعامل فى السوق يتم على سلعة منظورة وموجودة، أما البورصة فلا حاجة لوجود سلعة.

٢- يكون التعامل فى البورصة على أوراق متداولة غير قابلة للتلف فى المدى القصير بالمقارنة بالسلع، ويمكن تحديد مقياس لها ويكون التعامل فيها متكرر.

٣- تعقد بالبورصات صفقات كبيرة ومتكررة تؤثر على الأسعار بعكس السوق حيث تعقد صفقات قليلة أو متفرقة.

وهناك شروط متعددة لوجود البورصة نذكر منها ما يلى:

١- ضرورة توافر وسائل للحماية ضد المخاطر التى تنجم عن العلاقة بين الأطراف المتعاملة فى السوق كالمخاطر الناجمة عن الغش والتدليس، أيضا ينبغى أن يكون هدف السيولة واضحاً فى السوق بما يضمن الوفاء باحتياجات المستثمر الى أموال سائلة، كذلك يجب أن تتحقق المنافسة الحرة بين كل البائعين والمشترين فى البورصة، وأن تتيح السوق فرصاً متساوية للتعامل لجميع المتعاملين من حيث الوقت وإتاحة المعلومات[2].

٢- ملكية الأفراد والهيئات لصكوك تمثل إما نصيبا فى رأس مال شركات قائمة أو فى قروض أو فى شكل سندات قدموها لتلك الشركات أو المؤسسات العامة أو الهيئات الحكومية أو الحكومة، فضلاً عن حرية التصرف فى هذه الصكوك بالبيع، فلابد من وجود حرية إقتصادية لتؤدى البورصة وظائفها[3].

وعلى الجانب الآخر هناك أنواع عديدة من البورصات تمارس نشاطها فى الدول المختلفة فكلما كانت الدولة متقدمة كلما إزدادت وتنوعت البورصات العاملة فيها، وأنواعها هى بورصات من حيث المنتجات المتداولة، وبورصات من حيث الزمن وبورصات من حيث مدى التعامل الجغرافى وأخرى من حيث التسجيل ومدى الاعتراف الحكومى بها[4]. ويوضح الشكل التالي أنواع البورصات التى تمارس نشاطها فى الدول المختلفة بالتفصيل.

---

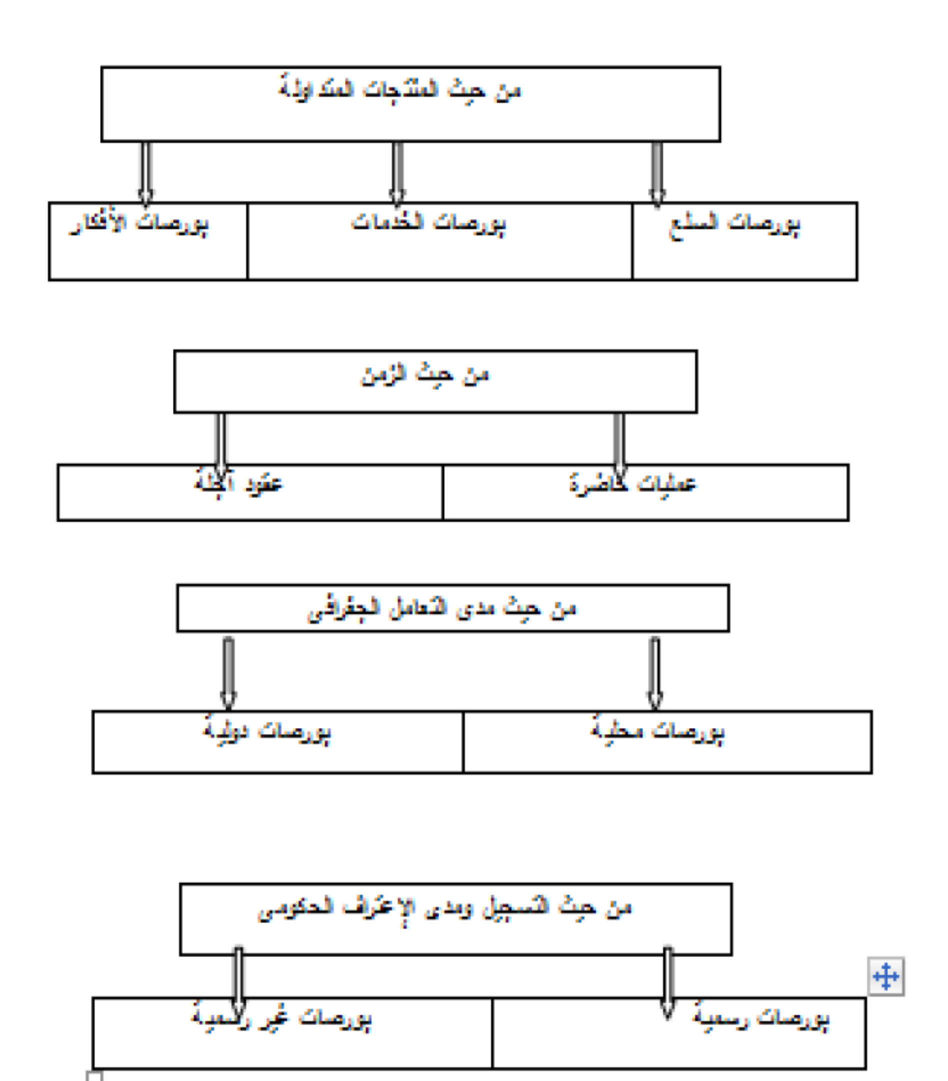
١- أ. د. عبد الطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص ٢١ .

٢- شعبان يوسف مبارز، "إستخدام المؤشرات والنسب المالية والمحاسبية فى تقييم أداء أسواق الأوراق المالية، مع التطبيق على سوق مسقط للأوراق المالية"، مجلة الدراسات المالية والتجارية (القاهرة: جامعة القاهرة،كلية التجارة ببنى سويف، السنة ٥، العدد ١، يناير ١٩٩٥)، ص ٢٤٤- ٢٤٧.

٣- أ. د. عبد الطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص ٢١، ٢٢.

٤- أ. د. عبد الحميد عبد المطلب، مرجع سبق ذكره، ص٣٤.

شكل رقم (١)




أهم أنواع البورصات[١]

---

١- د. عبد المطلب عبد الحميد، إقتصاديات الإستثمار فى البورصة (القاهرة: الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، ٢٠١٠)، ص٣٤.

رابعاً: ظهور البورصات الأجنبية

يرجع تاريخ نشأة أسواق الأوراق المالية إلى عهد الرومان الذين كانوا أول من عرف الأسواق المالية في القرن الخامس قبل الميلاد بإنشاء, (Colleg In Marcaterum)، حيث قامت الإمبراطورية الرومانية بتجميع الأموال من المدخرين لبناء روما, حيث ولدت المشاريع الضخمة الحاجة لتجميع الأموال الضخمة ومن ثم جاءت فكرة اللجوء للأفراد بالمجتمع وتوزيع عبئ الاستثمار عليهم[١].

وكذلك أنشأ اليونان متجر المقايضات في أثينا، و كانت هناك أسواق عرب في الجاهلية، حيث كانت لقريش رحلات تجارية شتوية إلى اليمن، وصيفية إلى الشام. كما كان هناك حي للتجار في المدن الكبرى يسمونه بازار (Bazar) يعرض فيها التجار أمتعتهم و يتفقون فيها على الأسعار[٢].

وفي العصور الوسطى تعتبر فرنسا أول دولة أنشئت فيها سوق لتداول الأوراق المالية في القرن الثالث عشر الميلادي، حيث وجد التجار مع تطور التجارة في المحاصيل الزراعية وغيرها فوائد في اعتماد وسائط الائتمان من سحوبات وسندات أذنية، ومن أجل تنظيم هذه العملية أوجد ملك فرنسا "فيليب" الذي عاش خلال الفترة ١٢٦٨- ١٣١٤م مهنة سماسرة الصرف الذين سبقوا وكلاء الصرف[٣].

وخلال نفس الفترة بدأت بيوت التجارة والصرافة بالهجرة من إيطاليا إلى بلاد الفلندر ببلاد الفلمنك، وأقاموا مستعمرات في واحدة من أشهر المدن والمراكز التجارية العالمية في ذلك الحين وهي بلدة بريج Bruges البلجيكية، وأصبح هذا المكان مهبطا للتجار ورجال الأعمال، وفي عام ١٣٠٠م أقيمت بورصة في مدينة بروج، واحتفظت بمركز الصدارة في المال والتجارة إلى سنة ١٤٨٥م، إلى أن أقيمت بورصة أنفرس (Anvers) في مدينة أنتورب (Antorp) الفلندرية، حيث تم توسيعها عام ١٥٣١م، فاستوعبت التجارة من كل مكان.

وتعود البدايات الأولى لظهور وتشكل أسواق الأوراق المالية إلى القرن السادس عشر ميلادي حيث عرفت باسم البورصات، ثم تحولت في النصف الثاني من القرن السابع عشر إلى أسواق منظمة لحركة و تداول رؤوس الأموال، فكانت أول بورصة للأوراق المالية في أمستردام عام

١- بن عزوز عبد الرحمن، "دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس"، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، ٢٠١٢، ص ١٦.
٢- المرجع السابق، ص١٧.
٣- أشرف محمد دوابه، ورقة عمل بعنوان "تكامل الأسواق المالية العربية آفاق وتحديات"، مقدم لمؤتمر: "القضايا الملحة للاقتصاديات الناشئة في بيئة الأعمال الحديثة"، كلية إدارة الأعمال، الجامعة الأردنية، عمان، خلال الفترة من ١٥-١٤ أبريل ٢٠٠٩م.

١٦١١م حيث تم لأول مرة إصدار أسهم تم تحديد سعرها وفقا لقانون العرض والطلب, وأصُدرت من طرف الشركة الألمانية للهند الشرقية، وتلاها سوق لندن للأوراق المالية عام ١٧١١م، وأول بورصة ظهرت بالولايات المتحدة الأمريكية هي بورصة فيلادلفيا عام ١٧٩٠م، ثم تأسست بورصة باريس عام ١٨٠٨م، ثم تم تأسيس بورصة نيويورك عام ١٨٢١م في شارع وول استريت والتي تعتبر أكبر سوق للأوراق المالية في العالم[١].

وهنا تجدر الإشارة إلى أن أسواق الأوراق المالية بأنظمتها وهياكلها وإدارتها الحالية، لم تنشأ بصورة فجائية، بل مرت بعدة مراحل أساسية من مرحلة إنشاء بورصات البضائع إلى مرحلة التعامل بالأوراق التجارية إلى مرحلة التعامل بالأوراق المالية في المقاهي وعلى قارعة الطريق، وأخيراً مرحلة استقلال بورصات الأوراق المالية بمبانيها وأنظمتها[٢].

ومع التطور والنمو المستمر في الحركة التجارية زادت الحاجة إلى وجود مصارف وشركات تأمين، كما أن التطورات السياسية دفعت الحكومات إلى البحث عن موارد مالية جديدة لمواءمة النمو التجاري مما أدى إلى إصدار الأوراق المالية من الحكومات والمصارف وشركات التأمين وبعض شركات الأشخاص المساهمة خاصة الكبيرة منها، ومع وجود أسواق لتداول الكمبيالات والسندات التجارية تطور الأمر بسهولة مع توفر ظروف سياسية مساعدة، فنشأت الأسواق المالية التي يجري فيها تداول الأسهم والسندات.

وتنقسم سوق الأوراق المالية من حيث وظائفها إلى سوق أولي ويسمى سوق الإصدار وسوق ثانوي ويسمى سوق التداول، وكلا السوقين على درجة كبيرة من الأهمية و يتوقف كل منهما على الآخر، فالسوق الأولية لن تقوم لها قائمة في غياب السوق الثانوية، وهذه الأخيرة - و التي تجري من خلالها تداول الأوراق المالية التي تصدر في السوق الأولية – لن تدعو الحاجة إلى وجودها في غياب السوق الأولية، وتنقسم الأسواق الثانوية بدورها إلى أسواق منظمة و أسواق غير منظمة وذلك وفقا لمعيار التزامها بالإجراءات القانونية للتداول.

ومن ثم يمكن ملاحظة أن نشأة وظهور أسواق الأوراق المالية ارتبط بمجيء وتطور الرأسمالية الصناعية، إذ وجدت هذه السوق بهدف جذب المدخرات وتحقيق عمليات تبادل القيم المنقولة وتمويل النمو الاقتصادي، وبالفعل فقد لعبت هذه السوق دورا هاما في تأمين الموارد التمويلية الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية التي تحتاج للمزيد من الموارد

---

١- حسن عطا، "الأزمات المالية العالمية أسبابها وتداعياتها وسبل العلاج"، الحوار المتمدن، ٢٠١٤/١/٢٦، متاح على: http://www.ahewar.org/debat/show.art.asp?aid=٣٩٧٧٠٧ .

٢- منير الهندي، "الأسواق الحاضرة والمستقبلة"، مركز البحوث المالية و المصرفية، القاهرة، ١٩٩٨.

تفوق مدخراتها مقابل إيجاد فرص مواتية للتوظيف الفعال للفوائض التي تتحقق لدى المدخرين بما يفوق احتياجاتهم الاستثمارية.

ومع استمرارية تطوير الاقتصاد الرأسمالي وتعاظم قدراته الإنتاجية واتساع تأثير المنافسة وآلية السـوق وتزايد الاحتياجات لتعزيز فعالية الأدوات الاستثمارية وتعبئة المدخرات ورفع كفـاءة تخصـيص واسـتخدام الموارد المتاحة فقد تزايدت أهميـة أسـواق الأوراق الماليـة وأصـبحت تشـكل أداة أساسـية لتـدعيم النمـو الاقتصادي وتحقيق نهوض شامل ومتسارع في كل جوانب الحياة، الأمـر الـذي كـان لـه أثـره المبـاشر أيضـا بالنسبة لسائر البلدان النامية التي تسعى لتسريع عجلة التنمية وتتطلع لبناء اقتصاد متطور ومزدهر عـلى قاعدة نظام الحرية الاقتصادية.

خامساً: نظرة أولية على أداء البورصات العربية

سعت البورصات العربية منذ نشأتها لمواكبة آخر التطورات التي عرفتها البورصات العالمية خاصة بعـد إدراكها للدور التمويلي الذي تلعبه هذه الأخيرة في اقتصاديات الدول المتقدمة، باعتبارها العصب الـرئيسي للتمويل من خلال حشدها للمدخرات وتوجيهها نحو مختلف مجالات الاستثمار، وهو ما يمثـل أحـد أهـم التحديات التـي تواجههـا الحكومـات العربيـة المتعاقبـة مـن خـلال بحثهـا المسـتمر عـن مصـادر لتمويـل استثماراتها ورفع النمو وجذب المزيـد مـن الاسـتثمارات الأجنبيـة، وقـد انعكـس هـذا الاهـتمام في حركـة الإصلاحات التي شاهدتها العربية القائمة وكذا في سعيها لإنشاء بورصات جديدة.

وتشترك الدول العربية في مجملها فيما يتعلق بأنظمتها الماليـة بدرجـة اعتمادهـا الكبـير عـلى القطـاع المصرفي في تمويل اقتصادياتها، كـما أن حكومـات تلـك الـدول كانـت تهـيمن بشـكل كامـل عـلى الأنشـطة الاقتصادية من خلال الاعتماد على التخطيط الاقتصادي، غير أن موجة التغيرات التي شـهدها العـالم مطلـع تسعينيات القرن العشرين دفعت بالدول العربية إلى تحرير اقتصادياتها وفتح المجال أمام القطاع الخـاص، ولتسهيل هذه المهمة تم اللجوء إلى إصلاح القطاع المالي بما في ذلك تنظيم الأسواق المالية فتم بذلك إنشـاء البورصات ودعم القائمة منها لمواكبة تلك التطورات[1].

لذا فقد شهدت الدول العربية تطـورات هامـة في اقتصـادياتها في مسـيرة التنميـة خاصـة على مستوى النظام المالي والمؤسسات المالية، وتطوير وتحـديث أسـواق الأوراق الماليـة نظـراً

---

١- جابر محمد محمد عبد الجـواد، "تفعيـل تكامـل البورصـات العربيـة لتـدعيم التكامـل العـربي ... مـع الإشـارة إلى بعـض بورصات دول مجلـس التعـاون الخليجـي"، مـؤتمر أسـواق الأوراق الماليـة والبورصـات ... آفـاق وتحـديات"، كليـة الشريعـة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، ٦ – ٨ مارس ٢٠٠٧م.

لأهمية الدور الذي تلعبه في التنمية الاقتصادية من خلال جلب المزيد من المـوارد مـع تـوفير الاحتياجـات التمويلية وتوجيه المدخرات نحو المؤسسات الاقتصادية التي تعود بفوائد عليها, مـما يـؤدي في النهايـة إلى تحقيق الاستقرار الاقتصادي للدول العربية.

ومع قيام الدول العربية بتوقيع اتفاقية الجات ١٩٩٤م الخاصة بتحرير الخـدمات الماليـة، أصـبح لزامـا عليها بذل جهود مضاعفة لجذب استثمارات إلى الأسواق المحليـة وتشـجيع الاسـتثمار الأجنبـي مـن خـلال تطوير الأطر التشريعية والتنظيمية والرقابية في أسواق الأوراق المالية العربية والذي من شأنه الارتقـاء بهـا في اتجاه المستويات الدولية مما يزيد الثقة في هذه الأسواق وتحسين سيولتها ومن ثمة التسريع في نموها[١].

وقد سعت معظم الأسواق النظامية في الدول العربية إلى تطبيق برامج شاملة للإصلاح المالي، مـما أدى إلى حدوث تطورات ملحوظة خلال السنوات القليلة الماضية تجسدت في نمو رسملة هذه الأسـواق وحجـم التداول فيها في ظل تحديث الأطر القانونية والمؤسسية والإجراءات الإصلاحية التي تم اتخاذها، لكـن رغـم ذلك تبقى دون المستوى المطلوب لأن الإصلاحات الطبقة لا تكفي بل يقتضي الأمر توفير المناخ الاسـتثماري الملائم[٢].

وبالرغم من التفاوت الموجود بين البورصات العربية مـن حيـث الأداء ودرجـة الانفتـاح (عـلى بعضـها البعض أو على باقي البورصات العالمية)، إلا أنها تتشابه إلى حد كبير في أهم خصائصـها مثـل عـدم قـدرتها على تحقيق السيولة الكافية واللازمة نتيجة قلة عدد الصفقات المبرمـة وتـدني قيمتهـا مـا يعكـس الحجـم الفعلي لهذه الأسواق ودرجة نشاطها، إضافة الى قلة الفرص المتاحـة أمـام المسـتثمرين لتنويـع محـافظهم، وارتفاع درجة التركز في كل البورصات العربيـة نتيجـة لقلـة الأسـهم ذات الجاذبيـة، وتتميـز كـذلك أغلـب البورصات العربية بتدني عدد الشركات المدرجة بها ما يرفع مـن فـرص التقلبـات الغـير المـبررة في الأسـعار لاسيما مع الضعف الملموس في الأطر القانونية المنظمة للإفصاح المالي وفي نظم الرقابة، الأمر الـذي أدى إلى هجرة أموالها نحو بورصات عالمية أكثر تقدًما[٣].

١- بن اعمر بن حاسين، لحسين جديدين، محمد بن بوزيان، "كفاءة الأسواق المالية في الـدول الناميـة.. دراسـة حالـة بورصـة السعودية، عمان، تونس والمغرب"، مرجع سابق.

٢- بوكساني رشيد، "معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها"، مرجع سابق.

٣- منير هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، منشأة المعارف، الإسكندرية، ١٩٩٧.

# الفصل الثاني

# تقييم أداء البورصة المصرية

تمهيد

عرفت الدول العربية أسواق رأس المال من خلال الدول الاستعمارية التـي احتلـت ديارهـا واسـتنزفت ثرواتها، حيث أنشأت العديد من البنوك والبورصات تطبيقـا لنظمهـا الاقتصـادية، ولضـمان تصـدير المـواد الخام إليها، وتسويق منتجاتها بهذه الدول[١].

وفي هذا الإطار ... عرفت مصر أسواق رأس المال كأول دولة عربية، حيـث يرجـع إنشـاء سـوق الأوراق المالية في مصر إلى نهاية القرن التاسع عشر، فقد تم إنشاء بورصة الأوراق المالية في الإسكندرية عام ١٨٨٣م وكذلك بورصة القاهرة في عام ١٩٠٤م، وقد تمكنت من احتلال مكانتها كسوق قوية لـلأوراق الماليـة حتـى أصبحت هي السوق الأولى في أفريقيا والخامسـة عـلى مسـتوى أسـواق العـالم مـن حيـث النشـاط وعـدد الشركات وحجم رؤوس الأموال المستثمرة.

ومع صدور القرارات الاشتراكية عام ١٩٦١م تقلص دور البورصة المصريـة لأكثـر من ٣٠ عاماً، ولم تكـن ذات نشاط يذكر حتى صدر القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ الذي أعاد تنظيم سوق رأس المال في ظل سياسـة الدولة لتحقيق برنامجها للإصلاح الاقتصادي[٢].

وقد سبقت بورصة الإسكندرية في الظهـور عـام ١٨٨٣م لخدمـة حاجـات شركـات ومؤسسـات القطـن الغنية التي قامت وازدهرت منذ منتصـف الخمسـينات في القـرن التاسـع عشر، حيـث كـان يجتمـع تجـار القطن ويعقدون صفقات قائمة على العرض والطلب بشأن القطن طويل ومتوسط التيلة. وتلى ذلك ظهـور بورصة القاهرة عام ١٩٠٣م نتيجة زيادة المعاملات والاقتراض من الخارج سواء من البنوك الأجنبية مبـاشرة أو عن طريق سندات الدين العمومي، بالإضافة إلى إنشاء الشركات المسـاهمة المحليـة، والتـي بـدأ بعضـها عملاقاً مثل الشركة العالمية لقناة السويس البحرية.

وفي ١٩٠٩م صدر أول لائحة لبورصة القاهرة، وجرى تعديلها فيما بعد عدة مـرات متتاليـة في ١٩١٠م، ١٩١٢م، ١٩٣٣م، ١٩٤٠م، ١٩٤٧م؛ لتتماشى مـع التطـورات والظـروف السياسـية والاقتصـادية المتلاحقـة فى البلاد[٣]. وبصـفة عامـة ارتبطـت مراحـل تطـور سـوق تـداول الأوراق الماليـة بمصر، بالفلسـفة الاقتصـادية السائدة، والتي تباينت بين الحرية الاقتصادية والتخطيط الاقتصادي ، ويمكن تقسـيمها إلى خمسـة مراحـل أساسية، هي:

---

١- أشرف محمد دوابه، ورقة عمل بعنوان "تكامل الأسواق المالية العربية آفاق وتحديات"، مرجع سابق.

٢- حسين عبد المطلب الأسرج، "آليات تفعيل البورصة العربية الموحدة"، الأهـرام الاقتصـادي، العـدد ٢٠٩، مـايو ٢٠٠٥، ص ٤٠.

٣- حسين عبد المطلب الأسرج، "دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر"، رسـالة ماجسـتير، كليـة تجـارة، جامعـة الزقازيق، مارس ٢٠٠٢، ص ٦٠.

المرحلة الأولى (١٨٨٣ م – ١٩٥٨م):

تميزت هذه المرحلة بتأسيس سـوق الأوراق الماليـة المصريـة، التـي اتصـفت بالمحدوديـة والضـحالة في البداية، غير أنه سرعان ما بدأت في الانتعـاش مـع صـدور لائحـة بورصـة القـاهرة بموجـب أمـر عـالي عـام ١٩٠٩م.

غير انه مع الحربيين العالميتين الأولى والثانية، شهدت سوق الأوراق الماليـة ركـودا حـادا اسـتمر خـلال سنين الحرب، ولم يعد لها الانتعاش إلا بعد ذلك، حـين بـدأ القطـاع الخـاص في الانتعـاش، وتزايـدت حاجـة الشركات للأموال، كما ساهمت الحرب الكورية في تزايد نشاط السوق المالي المصري (١٩٥١م)، بسبب تزايد الطلب على القطن، الذي أدى إلى ارتفاع أرباح الشركات ومن ثم ارتفاع أسعار الأسهم، وأصـبحت القـاهرة مركزاً ماليا إقليميا ودوليا واسع النشاط.

ومع قيام ثورة عام ١٩٥٢م صدرت عدة قوانين تشجيعا من حكومـة المصريـة للقطـاع الخـاص بإنشـاء الشركات المسـاهمة وتحريـر المـوارد الماليـة، والتـي سـاهمت في تنشـيط حركـة التعامـل ببورصـة الأوراق المالية[1]، ومن أهمها:

- القانون رقم ٣٢٦ لسنة ١٩٥٣م، بشأن التعامل في الأوراق المالية، وبموجبـه تـم مـنح السـماسرة حـق التعامل في الأوراق المالية.

- القانون رقم ٣٤٤ لسنة ١٩٥٦م، بموجبه تم تحديد الاستثمار العقاري، بشـكل أدى إلى تحريـر المـوارد المالية، وتوجيهها للاستثمار في البورصة.

المرحلة الثانية (التحول الاشتراكي) (١٩٥٩م – ١٩٧٣م):

شهدت بداية هذه الفترة الكثير من الأحداث التي أثرت سلبا على سوق الأوراق المالية، وتتمثل أهمهـا فيما يلي[2]:

- صدور القانون رقم (٧) لسنة ١٩٥٩م، والذي تم بمقتضاه تدخل الدولة في تحديد ما يوزع من أربـاح على المساهمين، بحيث لا تتجاوز ١٠%، مما أدى إلى انكماش سـوق التـداول، ضـعف العائـد، بالإضـافة إلى تحويل بعض الأسهم إلى سندات على الدولة.

---

١- رشام كهينة، "واقع وآفاق الربط بين الأسواق المالية العربية في ظل التكامل الاقتصادي العـربي"، رسـالة ماجسـتير، جامعـة بومرداس، الجزائر، ٢٠٠٩، ١١٥.

٢- أشرف محمد دوابه، ورقة عمل بعنوان "تكامل الأسواق المالية العربية آفاق وتحديات"، مرجع سابق.

- إجراءات التأميم التي كرست التحول للاتجاه الاشتراكي في إدارة الاقتصاد المصري، وذلك ابتداء من ١٩٦٠م، بشأن تأميم كل من بنك مصر والبنك الأهلي بصدور القانونين رقم (٣٩)، (٤٠) في فبراير ١٩٦٠م.

- صدور قوانين يوليو عام ١٩٦١م بتأميم الشركات، مما أدى إلى تأميم أكثر من ٩٥% من النشاط الاقتصادي ... وقد صاحب هذه القوانين إجراءات المصادرة ونزع الملكية وفرض الحراسة.

وبالتالي مثلت هذه القرارات بداية انتكاسة للنشاط الملحوظ لسوق الأوراق المالية، باعتبارها أولى خطوات تدخل الحكومة في النشاط الاقتصادي الذي كان قائماً على آليات السوق، الأمر الذي أصاب السوق المالي المصري بالشلل وتقلص نشاط القطاع الخاص تماما والقضاء على ثقة المستثمرين في الحكومة، ومن ثم تدهورت المراكز المالية وعمت الخسارة وانتشرت موجات التشاؤم وأحجم المستثمرون عن شراء الأسهم والسندات من جهة وزادت محاولاتهم للتخلص مما بحوزتهم من أسهم وسندات بأسعار أقل من الأسعار المحددة لها من الحكومة من جهة أخرى[1].

وقد ترتب على ذلك انهيار أسعار هذه الأسهم والسندات، واضطرت الحكومة إلى غلق سوق الأوراق المالية لمدة شهرين بموجب القانون رقم (١١٦) لسنة١٩٦١م، وبذلك اقتصر نشاط القطاع الخاص على المشروعات الفردية، مما أدى إلى انكماش عدد الشركات المساهمة من نحو ٩٢٥ شركة في يونيو عام ١٩٦١م إلى نحو ٣٦ شركة مساهمة قطاع خاص، عقب قرارات التأميم، بالإضافة إلى انخفاض حجم التداول إلى ٩,١ مليون جنيه عام ١٩٦٣م بعد أن كان حجمه ٤٣,٩ مليون جنيه عام ١٩٥٨م، واستمر في الانخفاض حتى وصل إلى نحو ٣,٦ مليون جنيه في عام ١٩٧١م.

المرحلة الثالثة (التحول نحو آليات السوق) (١٩٧٤م – ١٩٩٠م):

بدأت هذه المرحلة بسياسة الانفتاح الاقتصادي، والعمل على زيادة ثقة المستثمرين في الاقتصاد المصري، وإعادة تنشيط سوق الأوراق المالية لتؤدي دورها التنموي في تجميع المدخرات وتوجيهها إلى مجالات الاستثمار المختلفة.

---

١- أحمد خضر، " إدارة سوق الأوراق المالية"، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سورية، ٢٠٠٩.

ومن أهم القوانين والقرارات والتعديلات التي صدرت بهدف تنمية سوق المال بمصر، هي[1]:

- القانون رقم (٤٣) لسنة ١٩٧٤ بشأن استثمار رأس المال العربي والأجنبي والمناطق الحرة وتعديلاته عام ١٩٧٧م.

- القانون رقم (١٥٧) لسنة ١٩٨١ الخاص بالضرائب.

- القانون رقم (١٢١) لسنة ١٩٨١ بشأن تعديلات اللائحة العامة للبورصات.

- القانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ بشأن الشركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم.

كما تم إنشاء العديد من المؤسسات المالية الهامة، ومن أهمها:

- الهيئة العامة للاستثمار: وهى الهيئة المناط بها الموافقة على المشروعات التي تؤسس في إطار قانون الاستثمار رقم (٤٣) لسنة ١٩٧٤ والذي عدل بعد ذلك بالقانون رقم (٣٢) لسنة١٩٧٧ ثم قانون الاستثمار رقم (٢٣٠) لسنة١٩٨٩، ثم بالقانون رقم (٨) لسنة ١٩٩٧ بشأن حوافز وضمانات الاستثمار.

- الهيئة العامة لسوق المال: أنشئت هذه الهيئة بموجب القرار الجمهوري رقم (٥٢٠) لسنة ١٩٧٩، بهدف تنظيم وتنمية سوق المال ومراقبة حسن قيام هذه السوق بوظائفها، وكذلك العمل على تنمية وتدعيم المناخ الملائم للادخار والاستثمار وتعبئة رؤوس الأموال اللازمة للمشاركة في التنمية.

ويلاحظ أن هذه الإجراءات والتعديلات، قد انعكست بشكل تدريجي على أداء سوق الأوراق المالية، حيث شهدت الفترة (١٩٧٥م - ١٩٧٩م) تحسن طفيف ومحدود في زيادة في رؤوس أموال الشركات المساهمة المقيدة في البورصة، كما أن متوسط حجم التعامل لم يتجاوز ٧,٦ مليون جنيه سنوياً، وهو الأمر الذي يمكن إلى إرجاعه الأمر الذي يمكن إلى إرجاعه إلى ظهور شركات توظيف الأموال، التي أصابت السوق المصري بهزة كبيرة[2].

أما الفترة (١٩٨٣م – ١٩٩٠م)، فقد شهدت انطلاقة حقيقة لسوق التداول المصرية، نتيجة الاتجاه إلى إصلاح البيئة الاقتصادية في مجال تحقيق الاستقرار النقدي، كأحد الأهداف اللازمة لتكوين المدخرات طويلة الأجل وتوجيهها نحو الاستثمار الإنتاجي، مما انعكس ايجابياً على مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية، حيث ارتفعت قيمة التداول من نحو

١- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، عبد الفتاح إسماعيل، "الأسواق المالية (أسواق رأس المال- البورصات – البنوك - شركات الاستثمار)"، الدار الجامعية للنشر، مصر، ٢٠٠٦ م، ص ٦.

٢- حسين عبد المطلب الأسرج، "دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر"، مرجع سابق.

٢٩ مليون جنيه عام ١٩٨٣ إلى نحو ٣٤١ مليون جنيه عام ١٩٩٠، كما ارتفع عدد الأسهم المتداولة من نحو ٣,٧ مليون سهم إلى نحو ١٧ مليون سهم.

المرحلة الرابعة: (١٩٩٠م – ١٩٩٥م):

حاولت الحكومة المصرية منذ عام ١٩٩١م الوصول إلى خلق بيئة اقتصادية مستقرة، وذلك بتخليص الاقتصاد المصري من بعض الاختلافات، كارتفاع معدلات التضخم، ومعالجة عجز الموازنة، هذا وقد صدر العديد من التشريعات لتحقيق المزيد من الإصلاح الاقتصادي ومنها[١]:

- قانون قطاع الأعمال العام رقم (٢٠٣) لسنة ١٩٩١م، الذي عمل على حل مشاكل شركات القطاع العام والتحول إلى القطاع الخاص.

- قانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢م، الذي شكل أساس وجوهر البنية التشريعية للسوق تشكلت بموجبه مؤسسات السوق وأدواته الراهنة، مما ساهم بفعالية في عملية تطوير السوق وإحيائه بصورة حقيقية.

- في عام ١٩٩٤ تحولت بورصتي القاهرة والإسكندرية من التداول اليدوي إلى استخدام نظام الكتروني للتداول.

المرحلة الخامسة: (١٩٩٥م – حتى الآن):

في النصف الثاني من التسعينات بدأت الحكومة في تطبيق برنامج الخصخصة والذي تم طرح عدد كبير من الشركات من خلال البورصة مما ساهم في إنعاش السوق بشكل كبير وجذب شريحة كبيرة من المستثمرين إلى السوق المصري، حيث تمثل تلك الفترة البداية الحقيقية لازدهار البورصة المصرية مرة أخرى في العهد الحديث[٢].

فقد شهد عام ١٩٩٦م بداية شركة مصر للمقاصة في مزاولة عملها ثم تلى ذلك خطة شاملة لتطوير وتحديث البنية التحتية والتشريعية لمواكبة التطورات السريعة على الساحة الدولية، حيث أصبح للبورصتين مجلس إدارة واحد، وتم توحيد نظام التداول والمقاصة والتسوية بين البورصتين، كما أنه تم إصدار القانون رقم (٠٨) لسنة ١٩٩٧م، بشأن

١- رشام كهينة، "واقع وآفاق الربط بين الأسواق المالية العربية في ظل التكامل الاقتصادي العربي"، مرجع سابق.
٢- عبد الستار بكري حسن، "بورصات الأوراق المالية في مصر (نشأتها – تطورها – أدواتها – أوضاع التعامل فيها)"، الشركة الدولية للأوراق المالية، الإسكندرية، الطبعة الأولى، ١٩٩٩.

ضمانات وحوافز الاستثمار، مما أدى إلى تنشيط الطلب على الأموال القابلة للإقراض وعرض الأوراق المالية[1].

وفي عام ١٩٩٩م تم إنشاء إدارة للإفصاح لضمان تحقيق الكفاءة والشفافية بين المتعاملين، تلى ذلك إنشاء صندوق ضمان التسويات لتوفير الضمان لتسوية العمليات عام ٢٠٠٠م.

وفي عام ٢٠٠١م تم إنشاء شركة مصر لنشر المعلومات EGID، واستبدال النظام الالكتروني المحلى الصنع بنظام آخر مصمم من قبل EFA العالمية، والذي تم تحديثه مرة أخرى في عام ٢٠٠٨ بالنظام الأكثر تطوراً X-Stream المصمم من قبل Nasdaq OMX.

وفي عام ٢٠٠٢م تم لأول مرة إلغاء الحدود السعرية على الشركات الأكثر نشاطاً، كما تم إعادة تنظيم سوق خارج المقصورة ليضم سوقاً للأوامر وأخر للصفقات.

وفي عام ٢٠٠٣م اعتمدت هيئة سوق المال الأمريكية البورصة المصرية كبورصة أوراق مالية مسجلة بالخارج، كما تم في نفس العام إطلاق مؤشر CASE٣٠ ليحل محل مؤشر CASE٥٠[٢].

وفي عام ٢٠٠٥م تم إتمام الربط الآلي بين البورصة وشركة مصر للمقاصة كما بدأ العمل بنظام البيع والشراء، وفى نفس العام تم قبول البورصة المصرية في الاتحاد العالمي للبورصات WFE.

وفي عام ٢٠٠٦م نجحت البورصة في إدخال نظام التداول عبر الانترنت، كما شهد العام قيام شراكة إستراتيجية بين البورصة المصرية وناسداك OMX من خلال التشارك في شركة مصر لنشر المعلومات.

وفي عام ٢٠٠٧م تم تخفيض زمن التسوية للبورصة المصرية ليصبح T+٢ بدلاً من T+٣، وتم إنشاء بورصة النيل للشركات المتوسطة والصغيرة في نفس العام.

في ٢٥ من أكتوبر ٢٠٠٧ تم إطلاق بورصة النيل كأول سوق لقيد وتداول الشركات الصغيرة والمتوسطة في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا، وهي بورصة مصرية داخل بورصتي القاهرة والإسكندرية لدعم الشركات المتوسطة والصغيرة للتغلب على المعوقات التمويلية التي تواجهها ولتوفير فرص التمويل والنمو للشركات ذات الإمكانيات الواعدة من كافة المجالات ومن كافة دول المنطقة بما في ذلك الشركات العائلية بهدف مساعدة هذا القطاع

---

١- صلاح الدين شريط، "دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية..دراسة تجربة جمهورية مصر العربية مع إمكانية تطبيقها على الجزائر"، رسالة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، ٢٠١٢.

٢- Bassam I. Azab, "The Performance of the Egyptian Stock Market", The University of Birmingham, The Birmingham Business School, September ٢٠٠٢.

على إيجاد التمويل اللازم والكافي للتغلب على المعوقات التي يواجها والتـي تحـد مـن نموه وقدرتـه عـلى المنافسة وإيجاد فرص عمل جديد في هذا القطاع الذي يشكل أساس الاقتصاد المصري[١].

وقد تم قيد ١٦شركة صغيرة ومتوسطة في بورصة النيل ويوجد ٢٥ راعى معتمد في بورصة النيل، وذلـك في نهاية عام ٢٠١٠. وهذه البورصة ليست سوق منفصل ولكنها جزء مـن البورصـة المصريـة أي هـي أحـد جداول البورصة المصرية، وتحكمها شروط خاصة للقيد والتـداول والتسـوية والمقاصـة، وهـى مـا زالـت في بدايتها. وفقاً لقرار مجلـس إدارة الهيئـة رقـم (٦٢) لسـنة ٢٠٠٧ بتـاريخ ٢٠٠٧/٧/١١ صـدرت قواعـد قيـد الأوراق المالية المصدرة من الشركات الصغيرة والمتوسطة. ووفقا لقـرار مجلس إدارة الهيئة رقـم (٦٣) لسنة ٢٠٠٧ بتاريخ ١١ /٢٠٠٧/٧ صدرت قواعد التداول والمقاصة والتسوية لبورصة النيـل. ووفقـا لقـرار مجلـس إدارة الهيئة رقم (٦٤) لسنة ٢٠٠٧ بتاريخ ٢٠٠٧/٧/١١ تم تنظيم عمل الرعاة المعتمدين للشركات الصغيرة والمتوسطة إلا أنه تم رسمياً في ٢٠١٠/٦/٣ تم تفعيل سوق الشركـات المتوسـطة والصـغيرة (بورصـة النيـل) للتداول من داخل البورصة المصرية كجدول خاص بنظام خاص للتداول بدلاً من إنشاء بورصة خاصة. فـيما شهد العام ٢٠٠٨م إعادة تسمية بورصتي القاهرة والإسكندرية لتصبح البورصة المصرية[٢].

ومن ثم فقد مثلت تلك الفترة فترة ازدهار حقيقية للبورصة المصرية حيث كانت في أوج نشاطها وسط صعود قوى للمؤشرات تأثراً بالنمو الاقتصادي المحلى والعالمي في تلك المرحلة. ولكن نشوء الأزمـة العالميـة وقيام ثورة ٢٠١١ في مصر أثر بشكل كبير على أداء البورصة المصرية حيـث تراجعـت أحجـام التعـاملات في السوق المصري بشكل ملحوظ خـلال عـامي ٢٠١١ و٢٠١٢ وواجهـت البورصـة المصريـة تحـديات جديـدة نتيجة الحراك السياسي مما ألقى بظلاله على الأوضاع الاقتصادية.

ولكن هذا لم يثنى البورصة المصرية عن خطط التطوير والتحـديث التـي تقـوم بهـا مـن أجـل مواكبـة التطورات السريعة والمتلاحقة في عالم سوق المال، فعملت على تطوير وتحديث الإطار التنظيمـي للبورصـة المصرية على أنه يتكون من ما يلي[٣]:

---

١- "سوق المال المصري"، الهيئة العامة للاستعلامات، متاح على:
http://www.sis.gov.eg/Ar/Templates/Articles/tmpArticles.aspx?ArtID=١٢٥١.

٢- تاريخ البورصة، البورصة المصرية، متا ح على:
http://www.egx.com.eg/arabic/History.aspx

٣- رشام كهينة، "واقع وآفاق الربط بين الأسواق المالية العربية في ظل التكامل الاقتصادي العربي"، مرجع سابق.

- لجنة البورصة: تتكون من ١٧ عضو، ٩ من السماسرة، وخمسة من الأعضاء المنضمين، وثلاثـة يعيـنهم الوزير المختص لمدة سنتين، ومن اختصاصاتها تحقيق السير الحسن للبورصة، لها سلطة تأديبية على جميـع الأعضاء، كما تقوم في الظروف الخطيرة، بتحديد حد أعلى وحد أدنى لأسعار الأوراق المالية.

- مكتب لجنة البورصة: يتكون من رئـيس ونائـب وأمـين الصـندوق، ويقـوم المكتـب بتصـميم أعـمال اللجنة والإشراف عليها.

- الجمعية العامة: تتكون من أعضاء البورصة، العـاملين والمنظمـين وتخـتص بالتصـديق عـلى الميزانيـة وعلى حساب الإيرادات والمصروفات وإبداء التوصيات في جميع المسائل التي تتعلق بالبورصة.

- الهيئة العامة لسوق المال: تتمثل أهم مهامها في مراقبة وتنفيذ اللوائح والقوانين، وحق الاعتراض على جميع قرارات الجمعية العامة ولجنة البورصة ولجانهـا الفرعيـة، إذا صـدرت مخالفـة للقـوانين أو للصـالح العام.

اللجنة العليا للبورصة، هيئة التحكيم، مجلس التأديب ومندوب الحكومة.

وفي عام ٢٠١٣م نجحت البورصة المصرية في توقيع اتفاقاً مع بورصـة نيويـورك "يورونيكسـت" لتـداول أول عقود مستقبلية على مؤشر EGX٣٠، وإصدار قرارات لتنظيم سوق نقل الملكيـة، بالإضـافة إلى إطـلاق إستراتيجية جديدة للبورصة المصرية لاستعادة كفاءة السوق وجذب المزيد من الاستثمارات لإعـادة هيكلـة السوق المصري وإعادته لمكانته الرائدة وسط الأسواق الناشئة، حيـث تتضـمن الإسـتراتيجية قيـد مجموعـة من الشركات الإقليمية في السوق المصري للمرة الأولى تقريبا في تاريخ البورصة المصرية، كـما سـيتم إطـلاق أول أداة مشتقة (Future) للبورصة المصرية في الأسواق العالمية بالتعاون مـع نيويـورك "يورنكسـت"، كـما سيبدأ تركيز البورصة على زيادة مساهمتها في عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية من خلال المشاركة في تأسيس شركات بنظام الاكتتاب العام لتحقيق أهداف مجتمعية كبناء المدارس والمستشـفيات وغيرهـا، مـما سيسهم في خلق المزيد من فرص العمل، وتحقيق انفتاحاً كبيراً للسوق المصري على الأسواق العالمية[1].

ولقد تلعب سوق الأوراق المالية المصريـة في مجـال الاسـتثمار والتنميـة دوراً قـديماً وجديـداً في نفـس الوقت، أو بمعنى آخر تلعب دورها التقليدي القديم في ظروف جديدة تماماً، وخاصة أن البورصـة المصريـة تعد من أقدم البورصات في العالم وكانت نشأتها في نهاية القرن التاسع عشر تعبيراً مباشراً عن انـدماج مصر في السوق العالمية.

١- تاريخ البورصة، البورصة المصرية، مرجع سابق.

ولعل تدعيم نشاط البورصة المصرية خلال الخمس سنوات الأخيرة من العام ٢٠٠٩ حتى العام ٢٠١٣، كان عاملاً هاماً لمواجهة بعض المشكلات الحادة للاقتصاد المصري وخاصة بعد تأثيرات الأزمة المالية العالمية، حيث نجح الاقتصاد المصري في تحقيق معدل نمو نسبته ٥% في العام المالي ٢٠٠٩/٢٠١٠، كما واصل السيطرة على معدل التضخم إذ مازال في حدود الوضع الآمن للبنك المركزي، حيث بلغ ١٣% بالرغم من عدم زيادة أسعار السلع الأساسية، وهو ما يعطي انطباع بتحسن الاقتصاد المصري في مواجهة الأزمة المالية وتداعياتها ويرجع ذلك إلي السياسات التي اتخذت في إطار برنامج الإصلاح المالي والبنكي منذ العام ٢٠٠٤م[١].

ولكن نظراً للارتباط الوثيق بين الاقتصاد والسياسة في مصر على مر مراحل التاريخ، فأن الأوضاع الاقتصادية تأتي بشكل مباشر ترجمة للتطورات السياسية، لذا مع قيام ثورة ٢٥ يناير ٢٠١١م تراجعت الكثير من مؤشرات أداء الاقتصاد المصري بدرجة كبيرة متأثرة بشكل أساسي بضعف الإنتاج وتراجع الحالة الأمنية والازدياد الحاد في حالات الاعتصام والمطالبات الفئوية، حيث بلغت قيمة الاستثمارات الكلية المنفذة في عام ٢٠١٠/٢٠١١ نحو ٢٢٩ مليار جنية بانخفاض نحو ٣% عن العام ٢٠٠٩، وبلغ معدل الاستثمار ١٦,٧% من الناتج المحلى الإجمالي مقابل ٢٢,٣% في عام ٢٠٠٧/٢٠٠٨ وبلغ نحو ١٩,٥% في يونيو ٢٠١٠ وبلغت جملة الاستثمارات الحكومية شاملة الهيئات الاقتصادية والشركات العامة نحو ٨٢,٤ مليار جنية بنسبة ٣٦% من الاستثمارات الكلية مقابل ١٠٥,١مليار جنية[٢], حيث بلغت استثمارات الحكومة ٣٧,٩ مليار جنية بانخفاض ١٠,٤ مليار جنية و١٦,٤مليار من الهيئات الاقتصادية بانخفاض ١٣مليار ومن الشركات العامة ٢٨,١ مليار جنية بانخفاض ٦٠٠ مليون جنية وشهدت أعمال الفترة ١٢% زيادة في المتحصلات الضريبية و٦٠٥ نقصا في المنح الخارجية و٣,٢% نقصا في الإيرادات العامة.

وبالنسبة لوضع الموازنة لعامة للدولة فقد شهد العجز تزايد من قبل الثورة بفعل السياسات المالية للدولة في النظام السابق فقد ارتفعت المصروفات العامة إلي ٣٩٢ مليار جنية منها نحو ٨١ مليار جنية فوائد الديون و١٢٢,٨ مليار دعم ومزايا اجتماعية وقد

---

١- شريف جاب الله، أداء "الاقتصاد المصري أفضل من المتوقع الأولوية لتوجيه سياسات دعم الطاقة"، الأهرام اليومي، ٢٠١٠١/٢/٢٧، متاح على:
http://digital.ahram.org.eg/articles.aspx?Serial=٣٢٩٤٧&eid=٤٥٤.

٢- عبدالرحيم ابوشامة، "الاقتصاد المصري في وضع حرج بعد الثورة"، جريدة الوفد، ٢٠١١/٩/١٧، متاح على:
http://www.alwafd.org /

شملت منظومة الدعم ٦٧,٧ مليار جنية للمواد البترولية و٣٢,٧ مليار جنية دعم السلع التموينية و٣,١مليار جنية دعما لصادرات و١,١ مليار جنية دعما للكهرباء و٢,٢ مليار دعم إسكان محدودي الدخل ودعم مزارعين ونقل الركاب والتامين الصحي ودعم الإنتاج الصناعي بنحو ١٦ مليار جنية.

ومع وصول جماعة الأخوان المسلمين إلى حكم مصر في العام ٢٠١٢ بدت الأوضاع السياسية والأمنية والاقتصادية تتجه نحو الإستقرار إلى حد ما، وتم وضع برنامج انتخابي ركز على مشروع للنهضة الاقتصادية وبشر باستثمارات جديدة قيمتها ٢٠٠ مليار دولار واستصلاح مليون فدان جاهزة للزراعة على الفور، إلا أن الواقع العملي أثبت صعوبة دخول مثل هذه الأمور مرحلة التنفيذ[١]، بالإضافة إلى ذلك فقد حدث خلل كبير في معالجة سعر صرف الجنيه، فأدي ذلك إلي خسارته بنحو ١٨% من قيمته أمام العملات الأجنبية، فأثر ذلك بالسلب علي قيمة العجز بالموازنة العامة للدولة، فضلاً عن العجز في تدبير العملات لتسديد واردات مصر السلعية، وخلق سوق موازية لسعر الصرف الرسمي[٢].

وهو ما شكل عامل من ضمن العوامل إلى قيام ثورة ٣٠ يونيو ٢٠١٣، والتي ساهمت هي الأخرى في تدهور التصنيف الائتماني الخاص بمصر، وما تبعه من ارتفاع أسعار فائدة القروض التي تبرمها مصر سواء من الداخل أو الخارج، وهروب الاستثمارات، وتراجع معدلات الجذب السياحي، وانخفاض الاحتياطي النقدي بصورة كبيرة وتعويض جزء منه عبر الاقتراض من دول إقليمية فضلاً عن تزايد عجز الموازنة العامة للدولة، وأدت الضغوط الشعبية إلي التباطؤ والحذر في اتخاذ إجراءات عاجلة من شأنها ضبط البوصلة الاقتصادية، وتدعيم الاحتياطي النقدي الأجنبي، واتجهت إلى أخذ معونات وقروض من دول خليجية وعربية شقيقة كالسعودية والبحرين والإمارات والكويت التي قدمت لمصر مساعدات نقدية وقروض بدون فوائد، بالإضافة إلى البترول والمنتجات البترولية بقيمة ١٢ مليار دولار بما يمثل ٤,٤% من الناتج المحلي الإجمالي لمصر، وذلك بهدف تجنب حدوث أزمة في ميزان المدفوعات، كما تبنى الشعب المصري مبادرة بهدف دعم الاقتصاد المصري من خلال فتح حساب "دعم مصر" بالبنك المركزي المصري[٣].

---

١- سلوى العنتري، "أداء الاقتصاد المصري بعد ثورة يناير ٢٠١١, المهام العاجلة والإستراتيجية البديلة"، ٢٠١٣/٩/١٤.

٢- "الاقتصاد المصري بعد ثورة ٢٥ يناير، الهيئة العامة للاستعلامات، ٢٠١٤/٦/١٣، متاح على:
http://www.sis.gov.eg/Ar/Templates/Articles/tmpArticles.aspx?CatID=١٦٦٠#.U٥ryT٣bA٣js

٣- مجموعة من الباحثين، "لمحة عن الاقتصاد المصري نوفمبر ٢٠١٣"، الهيئة العامة للاستثمار والمناطق الحرة، ٢٠١٣.

ومع نهاية عام ٢٠١٣م وبداية عام ٢٠١٤م، تطور الموقف الاقتصادي استجابة للتطورات السياسية التي شاهدتها مصر، وظهرت عدة مؤشرات اقتصادية تؤكد اقتراب خروج الاقتصاد المصري من عنق الزجاجة، وخاصة أن الاقتصاد المصري يُعد واحدًا من أكثر الاقتصاديات تنوعًا في الشرق الأوسط بمحاوره المتعددة والمتنوعة وهيكله الإنتاجي المرن وقدرته على التكيف مع التغيرات الاقتصادية بما يسمح له بمواجهة هذه التحديات والانطلاق مرة أخرى نحو تحقيق معدلات نمو مرتفعة[1].

وفي سبيل التعرف على واقع أداء البورصة المصرية يمكن تقسيم هذا الفصل إلى المباحث التالية:

المبحث الاول: الإطار التشريعي والتنظيمي للبورصة المصرية

المبحث الثاني: واقع أداء البورصة المصرية خلال الفترة (٢٠٠٩- ٢٠١٤)

المبحث الثالث: تقييم أداء البورصة المصرية في ضوء الاحداث السياسية ٢٠١٣-٢٠١٤.

---

١- مرجع سابق.

المبحث الاول: الإطار التشريعي والتنظيمي للبورصة المصرية

يشمل الإطار التشريعي والمؤسسي كافة القوانين التـي تحكـم سـوق الأوراق الماليـة في مصر والهيئـات الرقابية التي تنظم عمل السوق، وذلك لضمان لجودة ودقة الإفصاح المالي، وهو ما يمكـن استعراضـه عـلى النحو التالي:

أولاً: أهم مكونات الإطار التشريعي المنظم لعمل البورصة المصرية

١- قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١[١]

ينظم الشركات المساهمة، وشركات التوصية بالأسهم وذات المسؤولية المحدودة، وفقا لهذا القانون يـتم تقسيم رأسمال الشركة المساهمة إلى أسهم ذات قيمة متساوية وتقـتصر مسـؤولية المسـاهمين عـلى قيمـة الأسهم المصدرة، أما في "شركات التوصية بالأسهم"، يشمل رأس المال الجزء الذي يخـص الشريـك المتضـامن، وأسهم متساوية القيمة يقوم مساهم أو أكثر بالاكتتاب فيها.

وبينما أعفى القانون الشركات من تجنيب ٥% مـن أرباحهـا لشراء سـندات حكوميـة ابقـي عـلى شرط توزيع مالا يقل عن ١٠% من الأرباح على العاملين وبحيث لا يزيد على مجموع الأجور السنوية لهم، كـما نص على إشراك العاملين في الإدارة بإحدى الصيغ المختلفة مثل تخصيص أسهم تخول لهم عضـوية مجلـس الإدارة أو اشتراكهم في مجـالس للرقابـة عـلى أعـمال الشركـة أو إنشـاء لجـان إداريـة معاونـة يشـترك فيهـا العاملون[٢].

٢- قوانين تشجيع الاستثمار والمناطق الحرة

جاء صدور قانون حوافز الاستثمار رقم ٨ لسنة ١٩٨٧ متوجا لعدة قوانين لتشجيع الاسـتثمار العقـدين السابقين ... بداية بالقانون رقم ٦٥ لسنة ١٩٧١ بشأن استثمار المـال العـربي والمنـاطق الحـرة ... وقـد كـان بحق هو أول تشريع متكامل لتشجيع الاستثمار الأجنبي في مصر.

وتضمن هذا القانون تيسيرات ومزايا للمستثمرين بغرض زيادة فـرص الـربح أمـام هـذه الاسـتثمارات والحد من المخاطر السياسية التي يخشى المستثمرين مصـادفتها في مصر، وبعـد العـام ١٩٧٣م كـان المنـاخ العام مهيئ لإعادة صياغة السياسة الاقتصادية وإتباع منهج جديد للتنمية في ظل ليبرالية اقتصادية تشـجع الاستثمار الوطني والأجنبي، لذلك صدر القـانون رقـم ٤٣ لسـنة ١٩٧٤ بشـأن نظـام اسـتثمار المـال العـربي والأجنبي والمناطق الحرة.

---

١- صلاح زين الدين، ورقة عمل بعنوان "دور مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفـاءة البورصـة المصريـة"، مقدمـة في المـؤتمر العلمي الأول: حوكمة الشركات ودورهـا في الإصـلاح الاقتصـادي، كليـة الاقتصـاد، جامعـة دمشـق، سـوريا، ١٥ - ١٦ أكتـوبر ٢٠٠٨م.

٢- ـــــــــــــــــــــ قواعد القيد، البورصة المصرية، متاح على:
http://www.egx.com.eg/arabic/Listing_rules.aspx.

ثم صدر القانون رقم ٣٢ لسنة ١٩٧٧ للاستثمار الأجنبي والمناطق الحرة ولم يرتفع في ظله عدد المشروعات الاستثمارية الجديدة جوهريا عن تلك المنشأة في ظل القانون السابق.

وقد ارتفع عدد الشركات المساهمة المنشأة في ظل قانوني الاستثمار رقم ٤٣ لسنة ١٩٧٤ ورقم ٢٣٠ لسنة ١٩٨٩، ووصل عدد هذه الشركات المقيدة ببورصتي القاهرة والإسكندرية ٣٦٩ شركة سنة ١٩٩٣، بنسبة ٥٥% من إجمالي الشركات المقيدة وعددها ٦٧٤ شركة، ورؤوس أموالها ٢٩٦١,١ مليون جنيه أي بنسبة ٧٢% من الإجمالي الذي بلغ ٤١٣٩,٣ مليون جنيه في نهاية سنة ١٩٩٣، وهذا دليل على فعالية قوانين الاستثمار في زيادة سوق الإصدار وتنشيط سوق التداول[١].

٣- قانون قطاع الأعمال العام ٢٠٣ لسنة ١٩٩١

تضمن برنامج الإصلاح الاقتصادي في مصر عدة إجراءات تهدف إلى إعادة هيكلة الاقتصاد القومي في ظل آليات السوق، والعمل على تحقيق توازن داخلي وخارجي من خلال خفض العجز في الموازنة العامة للدولة وخفض العجز في ميزان المدفوعات، وتشجيع الصادرات، وتعتبر زيادة مشاركة القطاع الخاص في التنمية الاقتصادية من أهم إجراءات الإصلاح الهيكلي، والتي تهدف إلى الحد من احتكار القطاع العام لمعظم جوانب النشاط الاقتصادي. ويشمل برنامج الحكومة لإصلاح قطاع الأعمال العام فصل الإدارة عن الملكية أو خصخصة الإدارة، وتشجيع القطاع الخاص على الدخول مساهما أو مشتريا للشركات العامة أي خصخصة الملكية.

وصدر القانون ٢٠٣ لسنة ١٩٩١ بشأن قطاع الأعمال العام، لحل مشاكل القطاع الأعمال العام وإعادة تأهيل شركاته، وبلغ عدد الشركات التابعة لقطاع الأعمال العام ٣٩٩ شركة في ١٩٩١/٦/٣٠، رأسمالها ٩,٣ مليار جنيه واحتياطياتها ٧,٥ مليار جنيه، وبلغ إجمالي أصولها ١٤٨,٦ مليار جنيه.

وقد تأسست هذه الشركات كشركات مساهمة ثم أصبحت شركات تابعة تحت٧١ شركة قابضة اعتبارا من عام ١٩٩١، وبمجرد ملكية القطاع الخاص لحصة ٥١% من أسهم الشركة، تصبح الشركة خاضعة للقانون رقم ١٥٩لعام ١٩٨١، وفى يناير ١٩٩٣ أعلن برنامج الحكومة للخصخصة، وتضمن جزأين: أولا طرح بعض الأصول العامة للبيع، وثانيا إعادة هيكلة بعض الشركات العامة لجذب مشترين لها[٢].

---

١- بوكساني رشيد، "معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها"، مرجع سابق.

٢- د. مفتاح صالح، أ. معارفي فريدة، "متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية.. دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها"، مجلة الباحث، عدد (٧)، ٢٠٠٩.

٤- قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢

صدر قانون سوق رأس المال برقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ في ٢٢ يونيه ١٩٩٢، كما صدرت لائحته التنفيذية في أبريل ١٩٩٣، ويمكن تسميته بقانون سوق الأوراق المالية، لأن سوق رأس المال له شقان الأول هو الأوراق المالية من أسهم وسندات، والثاني هو سوق رأس المال من نقد وتعاملات طويلة الأجل من غير طريق الأدوات المالية، وهذا الشق من سوق رأس المال المفروض أن تقوم به مؤسسات مالية متخصصة وهى البنوك المتخصصة وبنوك الأعمال، ولكنها محدودة ومقيدة في أداء دورها بسبب أن سوق الأوراق المالية التي يجب أن يعتمد عليها ضعيفة للغاية[١].

٥- قانون الإيداع والقيد المركزي رقم ٩٣ لعام ٢٠٠٠

ينظم هذا القانون القيد المركزي لسجلات المساهمين، والمقاصة والتسوية والإيداع. وقد أصبح هذا القانون نافذا وساري المفعول بعد إصدار اللوائح التنفيذية الخاصة به بموجب قرار وزير التجارة الخارجية رقم ٩٠٦ في نوفمبر عام ٢٠٠١.

ووفقا لقواعد القيد الجديدة التي تم تطبيقها في شهر أغسطس ٢٠٠٢، أصبح يتم قيد الشركات في واحدة من أربع جداول بدلا من ثلاث كما كان الحال قبل التحديث، وتمت إضافة ثلاثة معايير لقواعد القيد الجديدة تتفق والأسس الدولية، وهي الربحية، وعدد المساهمين، وحد أدنى لرأسمال الشركات[٢].

وقامت هذه القواعد بتعريف والتفرقة بين مفهومي الطرح العام والخاص لأول مرة في السوق المصري، و تعتبر أوراق الشركة مطروحة طرحا خاصا إذا ترتب على تداول أوراق الشركة أن بلغ عدد المساهمين ٥٠ مساهما فأكثر، وتعتبر أوراق الشركة مطروحة طرحا عاما إذا بلغ عدد المساهمين ١٠٠ مساهما فأكثر، وبناء على ما سبق لم يعد للشركات الاختيار للقيد في جدول معين، كما كان الحال سلفا، ولكن يتم القيد طبقا للمعايير المتوافرة في كل شركة. وقد ألزمت قواعد القيد الجديدة الشركات بنشر طلبات القيد على شبكة الإنترنت والنشرة اليومية للبورصة لإعطاء ذوي الشأن الحق في الاعتراض للجنة القيد والشطب خلال عشرة أيام من النشر[٣].

١- هالة حلمي السعيد، "دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية المصري في الفترة (١٩٩٣-١٩٩٧)"، مركز بحوث الشرق الأوسط، جامعة عين شمس، القاهرة.

٢- صلاح زين الدين، "وظائف سوق الأوراق المالية ودورها في الأسواق المالية الصاعدة ... دراسة حالة البورصة المصرية"، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات ... آفاق وتحديات"، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، ٦ – ٨ مارس ٢٠٠٧م.

٣- عبد الستار بكري حسن، "بورصات الأوراق المالية في مصر (نشأتها – تطورها – أدواتها – أوضاع التعامل فيها)"، مرجع سابق.

ثانياً: أهم المؤسسات المنظمة لعمل سوق الأوراق المالية المصرية

١- الهيئة العامة لسوق المال

من أهم الخطوات التي اتخذت لتنشيط سوق الأوراق المالية كانت إنشاء الهيئة العامة لسوق المال والتي تؤثر في سوقي الإصدار والتداول وتعمل على تطوير بورصة الأوراق المالية، وأيضا التنسيق بين قانون الشركات المساهمة وقانون الاستثمار وتوحيد الإشراف على المشروعات الاستثمارية، وتحقيق بعض الإصلاحات لبورصة الأوراق المالية، حيث تقوم بالمهام التالية:

- تنظيم وتنمية سوق رأس المال، ووجوب أخذ رأي الهيئة العامة لسوق المال في مشروعات القوانين والقرارات المتعلقة بسوق رأس المال.

- الإشراف على توفير ونشر المعلومات والبيانات الكافية عن سوق رأس المال والتحقق من سلامتها ووضوحها، وكشفها عن الحقائق التي تعبر عنها[١].

٢- الشركات المساهمة وشركات السمسرة، وهي تشمل:

أ- الشركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم العاملة في سوق الأوراق المالية

تعتبر الشركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم هي المصدر الرئيسي الذي يغذي سوق الإصدار بالأوراق المالية فهي تعتبر المنتج الذي يغذي السوق بالسلع، وقد نص قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ على أن يكون للشركة رأس مال مصدر، ويجوز أن يحدد النظام الأساسي للشركة رأس مال مرخصاً به، ويقسم رأس مال شركة المساهمة حصة الشركاء غير المتضامنين في شركات التوصية بالأسهم إلى أسهم أسمية متساوية القيمة في كل إصدار، ويحدد نظام الشركة القيمة الاسمية للسهم بحيث لا تقل عن خمسة جنيهات ولا تزيد عن ألف جنيه، ويشترط أن يكون رأس المال المصدر مكتتباً فيه بالكامل.

ويشترط لصحة الاكتتاب سواء كان عاماً أو غير عام أن يكون كاملا بأن يغطي جميع أسهم الشركة التي تمثل رأس المال المصدر في شركات المساهمة أو الحصص والأسهم في شركات التوصية بالأسهم، بالإضافة إلى أن يكون باتاً غير معلق على شرط وفورياً غير مضاف إلى أجل، فإذا علق الاكتتاب على شرط، بطل الشرط وصح الاكتتاب وألزم المكتتب به، وإذا كان مضافاً إلى أجل بطل الأجل وكان الاكتتاب فورياً[٢].

---

١- صلاح زين الدين، ورقة عمل بعنوان "دور مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة البورصة المصرية"، مرجع سابق.

٢- ـــــــــــــــــــ قواعد القيد، البورصة المصرية، متاح على:

http://www.egx.com.eg/arabic/Listing_rules.aspx.

ب- شركات السمسرة وتداول الأوراق المالية

يشترط قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م أن تتخذ الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية شكل شركة المساهمة أو شركة التوصية بالأسهم، وأوجبت عليه إمساك الدفاتر والسجلات اللازمة لمباشرة نشاطها.

وحددت الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية بأنها الشركات التي تباشر نشاطاً أو أكثر من الأنشطة الآتية: ترويج وتغطية الاكتتاب في الأوراق المالية، الاشتراك في تأسيس الشركات التي تصدر أوراقاً مالية أو في زيادة رؤوس أموالها، رأس المال المخاطر، المقاصة والتسوية في معاملات الأوراق المالية، تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، السمسرة في الأوراق المالية، الأنشطة الأخرى التي تتصل بمجال الأوراق المالية ويحددها وزير الاقتصاد بعد موافقة مجلس إدارة الهيئة[١].

٣- شركة مصر للمقاصة والتسوية والحفظ المركزي

تأسست شركة مصر للمقاصة والتسوية والحفظ المركزي كشركة مساهمة وفقا لأحكام القانون المنظم لسوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بعد موافقة الهيئة ١٩٩٤، وهي هيئة ذاتية التنظيم تخضع لإشراف الهيئة العامة لسوق المال، وتعد مسئولة عن تنفيذ قانون الإيداع المركزي رقم ٩٣ لعام ٢٠٠٠. وتتكون شركة مصر للمقاصة والتسوية والحفظ المركزي من عضوية شركات السمسرة في الأوراق المالية، وأمناء الحفظ الحاصلين علي ترخيص مزاولة النشاط من قبل الهيئة العامة لسوق المال، والشركات المصدرة للأوراق المالية، والبنوك والمؤسسات المالية التي ترغب في الاشتراك والتي تزاول نشاط السمسرة أو نشاط أمناء الحفظ.

وتعتبر شركة مصر للمقاصة والتسوية والإيداع المركزي هي الهيئة المركزية الوحيدة في مصر المخول لها القيام بعمليات المقاصة والتسوية لعمليات البيع والشراء التي تتم ببورصتي الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية. كذلك تتمثل مهمتها في تطبيق نظام القيد المركزي في مصر بما يتضمنه من تحقيق الحيازة المركزية للأوراق المالية المتداولة في السوق، وتحويل التعامل عليها إلي قيود دفترية ليسهل تداولها بين المساهمين[٢].

---

١- عبد الستار بكري حسن، " بورصات الأوراق المالية في مصر (نشأتها – تطورها – أدواتها – أوضاع التعامل فيها)"، مرجع سابق.

٢- صلاح زين الدين، ورقة عمل بعنوان "دور مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة البورصة المصرية"، مرجع سابق.

٤- هيئة الاستثمار وقطاع شركات الأموال

قطاع شركات الأموال حل محل قطاع مصلحة الشركات سابقا، ويشرف على تنفيذ وتطبيق قانون الشركات رقم ١٥٩ لعام ١٩٨١. وقد انتقلت تبعيته بموجب القرار ٤١٥ لسنة ٢٠٠١ إلى الهيئة العامة للاستثمار والمناطق الحرة بعد أن كان تابعا لوزارة الاقتصاد والتجارة الخارجية. ويخول له سلطة رفض طلبات تأسيس شركات والتصديق على قرارات الجمعية العامة غير العادية بتصفية نشاط. الشركة. وتقوم هيئة الاستثمار بالإشراف على الشركات المؤسسة وفقا للقانون رقم٨ لعام ١٩٩٧[١].

٥- بعض المؤسسات الخاصة

بالإضافة إلى الجهات الرقابية الحكومية وشبه الحكومية، يعمل بالسوق نوعان من المؤسسات الخاصة، النوع الأول هو الهيئات غير الهادفة للربح أو ذاتية التنظيم والتي تساعد على انضباط العمل في سوق المال، ومنها الجمعية المصرية للأوراق المالية، الجمعية المصرية لإدارة الاستثمار، جمعية المحاسبين والمراجعين المصرية، والنوع الثاني يضم المؤسسات الخاصة التي تهدف إلى تحقيق الربح، ومنها مكاتب المراجعة والمحاسبة والمحاماة، وشركات التصنيف الائتماني، وشركات التحليل المالي ونشر المعلومات، وشركات الوساطة في الأوراق المالية، وشركات الترويج وتغطية الاكتتاب وإدارة الأصول، ومكاتب المحاماة[٢].

١- ماجدة أحمد إسماعيل شلبي، ورقة عمل بعنوان "تطور أداء سوق الأوراق المالية المصرية في ظل التحديثات. الدولية ومعايير حوكمة الشركات وتفعيل نشاط التوريق"، في مؤتمر بعنوان "أسواق الأوراق المالية والبورصات ... آفاق وتحديات"، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، الإمارات، ٦ – ٨ مارس ٢٠٠٧م.

٢- عبد الستار بكري حسن، "بورصات الأوراق المالية في مصر (نشأتها – تطورها – أدواتها – أوضاع التعامل فيها)"، مرجع سابق.

المبحث الثاني: واقع أداء البورصة المصرية خلال الفترة (٢٠٠٩ - ٢٠١٤)

حققت سوق الأوراق المالية المصرية منذ تأسيسها تطوراً ملحوظاً من حيث القيمة السوقية الإجمالية للأسهم المدرجة وتزايد حجم التداول، وارتفاع مؤشر الأسعار (أسواق المال)، وفيما يلي عرض لواقع البورصة المصرية خلال السنوات الأخيرة من خلال التركيز على قاعدة البيانات التي تقوم بإعداداتها، بالإضافة إلى بيانات صندوق النقد العربي، وهو ما يمكن استعراضه على النحو التالي:

أولاً: المؤشر العام وحجم السوق

شهد العام ٢٠٠٩ اتجاه عام صعودي في مؤشرات البورصة وذلك بالرغم من تداعيات الأزمة العالمية، حيث تراوح نمو المؤشرات الرئيسية للبورصة ما بين ٣٣ - ٣٦%، حيث سجل مؤشر EGX ٣٠ارتفاعًا بنحو ٣٥% وليسجل نحو ٨٣% منذ أدنى مستوى له على مدار العام، بينما سجل مؤشر EGX ٧٠ ارتفاعًا بنحو ٣٣% أما مؤشر EGX ١٠٠ فقد سجل ارتفاعًا بنحو ٣٦%[١].

وقد بدأت المؤشرات العام بتراجع ملحوظ خلال شهر يناير كاستمرار لأثار الأزمة العالمية على أداء أسواق المال، ومع بداية شهر فبراير بدأ السوق في رحلة صعود قوية بعد أن بلغ أدنى مستوياته على مدار أربع سنوات تقريبا، واستمر السوق في الصعود بشكل ملحوظ حتى منتصف شهر يونيو والذي شهد حركة تصحيح استمرت حتى شهر يوليو، إلا أن السوق بدأ في الصعود مرة أخرى حتى استطاع مؤشر EGX ٣٠ كسر حاجز ٧ آلاف نقطة في نهاية شهر سبتمبر مسجلا أعلى مستوياته خلال ١٢ شهر تقريبًا.

ومع بداية شهر نوفمبر دخل السوق في حركة تصحيحية وتزامن ذلك مع الإعلان عن أزمة دبي المالي، حيث تراجع السوق في أول جلسات العمل بنحو ٩%، إلا أن السوق تمكن من الصمود وتجاوز الأزمة بشكل سريع، ليصعد بنحو ٧% خلال شهر ديسمبر مغلقًا العام على صعود قوى يؤكد قوة سوق المال المصري وقدرته على مواجهة الصدمات.

وقد أغلق مؤشر EGX ٣٠ عند مستوى عند مستوى ٦٢٠٩ بينما أغلق مؤشر EGX ٧٠ عند مستوى ٦٤٣، أما مؤشر EGX ١٠ فقد أغلق العام عند مستوى ١٠٥٩ نقطة[٢].

١- التقرير السنوي لصندوق النقد العربي، ٢٠٠٩.

٢- التقرير السنوي للبورصة المصرية، إدارة البحوث وتنمية الأسواق، ٢٠٠٩.

خلال عام ٢٠١٠ حقق السوق المصري معدلات نمو جيدة حيث سجلت مؤشرات البورصة اتجاها عاما صعوديا بلغ نحو ١٥% وفقًا لمؤشر EGX ٣٠ ونحو ١٢% للأسهم المتوسطة وذلك وفقًا لمؤشر EGX ٧٠، كما سجل مؤشر EGX ١٠٠ ارتفاعا بنحو ١٠%.

وبالرغم من الأداء الجيد للسوق بصفة عامة إلا أنه كان قادرًا على تحقيق نمو أفضل مقارنة بأداء الأسواق الناشئة التي حققت ارتفاعًا قويًا، ويرجع ذلك إلى تعرض السوق المصري لضغوط قوية نجمت عن بعض الضغوط التي تعرضت لها بعض الأسهم القيادية في أسواق خارجية بالإضافة إلى بعض المنازعات القضائية التي مست قطاع العقارات، ورغم ذلك فقد نجح السوق في استيعاب تلك الضغوط والنمو في المتوسط بنحو ١٥%.

وقد بدأ السوق العام بأداء جيد خلال شهر فبراير ومارس حيث كسر مؤشر EGX ٣٠ حاجز الـ ٧ آلاف نقطة، وعلى الرغم من التراجع الذي شهده السوق خلال تعاملات النصف الأول من شهر مارس إلا أنه عاود الصعود مرة أخرى بقوة ليصل لأعلى نقطة له خلال السنة (٧٦٠٣ نقطة) وذلك بنهاية شهر ابريل[١].

ومع نهاية شهر ابريل بدأت المؤشرات بالتراجع وذلك بعد إعلان أزمة اليونان واستمرت في التراجع ليصل مؤشر EGX ٣٠ لأقل قيمة له (٥٨٥٠ نقطة) في شهر يوليو، إلا أن السوق تمكن من الصعود مرة أخرى بنهاية شهر يوليو واستمر في الصعود بشكل جيد حتى نهاية العام حيث كسر المؤشر حاجز ٧ آلاف نقطة بنهاية العام ليصعد من أقل مستوى له بنحو ٢٢% خلال ستة أشهر تقريبًا، وقد أغلق مؤشر ٣٠ EGX عند مستوى ٧١٤٢ نقطة، بينما أغلق مؤشر EGX ٧٠ عند مستوى ٧٢٢ نقطة، أما مؤشر ١٠٠ EGX فقد أغلق العام عند مستوى ١١٦٦ نقطة.

وقد شهد هذا العام تدشين S&P/EGX ESG للمسئولية المجتمعية خلال شهر مارس، بجهود مشتركة بين البورصة المصرية وكل من مركز المديرين المصري، ومؤسسة ستاندرد آند بورز. وتعد البورصة المصرية هي الأولى على مستوى أسواق الشرق الأوسط، وثاني البورصات على مستوى الأسواق الناشئة التي تطلق هذا المؤشر، وذلك بعد دولة الهند، وقد سجل هذا المؤشر صعودًا بلغ ٢١% خلال هذا العام[٢].

أما خلال العام ٢٠١١ سجل السوق المصري تراجعًا كبيرًا خلال عام ٢٠١١ نتيجة الأحداث السياسية والاقتصادية التي مرت بها البلاد على المستوى الداخلي والخارجي، حيث اتجهت كافة

١- التقرير السنوي لصندوق النقد العربي، ٢٠١٠.

٢- التقرير السنوي للبورصة المصرية، إدارة البحوث وتنمية الأسواق، ٢٠١٠.

مؤشرات البورصة للانخفاض ليسجل مؤشر٣٠ EGX تراجعًا بنحو ٤٩% أما على مستوى الأسهم المتوسطة فقد انخفض مؤشر EGX ٧٠ و١٠٠ EGX بحوالي ٤٢% و٤٥% على التوالي.

وبالنظر إلى تسلسل الأحداث ومدى تأثيرها على السوق المصري، فقد بدأ السوق العام بالتراجع متأثرًا بقيام الثورة التونسية التي بدأت في النصف الأخير من شهر ديسمبر ٢٠١٠ حيث خسر مؤشر EGX ٣٠ حوالي ٦%، بينما انخفض مؤشري EGX ٧٠ وEGX١٠٠ بحوالي ٢% و ٣% على التوالي من بداية العام وحتى جلسة ٢٤ يناير.

وفي ٢٥ يناير ٢٠١١، اشتعلت الثورة في مصر وتأثر السوق المصري بشكل كبير حيث تراجعت مؤشرات البورصة بمعدلات كبيرة ليخسر المؤشر الرئيسي نحو ١٦% خلال جلستي ٢٦ و٢٧ يناير، بحوالي ٢٤% و٢٢% على التوالي خلال جلستين فقط، وبالمثل انخفض مؤشري EGX٧٠ و١٠٠ EGX، ومع استمرار الثورة وتدهور الأوضاع الأمنية وتوقف عمل البنوك تم اتخاذ قرار بوقف التداول لحين استقرار الأوضاع[1].

واستمر إغلاق البورصة حتى تم التأكد من عودة الجهاز المصرفي للعمل بكامل طاقته، واتخذت إدارة البورصة والهيئة ما يلزم من إجراءات احترازية لحماية حقوق المساهمين وتهدئة مخاوف السوق من الهبوط، حيث تمت إعادة التداول في ٢٣ مارس، وكان الانخفاض حادًا خلال أول جلستين، ولكن بعد ذلك اتجه السوق للاستقرار وسط حالة من الاطمئنان والتفاؤل بين المستثمرين بعد الاستقرار النسبي للوضع السياسي وإجراء الاستفتاء على التعديلات الدستورية مما كان له دورًا إيجابيًا في دفع المؤشرات للارتفاع بنسب جيدة. حيث صعدت المؤشرات بشكل جيد خلال الفترة ما بين إعادة التداول وحتى نهاية شهر مايو حيث ارتفع مؤشر EGX ٣٠ بنحو ٧% كما صعدت مؤشرات الأسهم المتوسطة بحوالي ٣٢% لمؤشر ٧٠ EGX، ٢٥% لمؤشر EGX ١٠٠.

ثم اتجه السوق مرة أخرى للتراجع خلال الربع الثالث من العام حيث بدأت هذه الفترة بأحاديث عن فرض ضرائب على الأرباح الرأسمالية وهو ما كان له أثر سيء على أداء السوق حتى تم التراجع عن القرار، كما شهدت هذه الفترة بدء محاكمات رؤوس النظام السابق، وقد أدى ذلك لخسارة السوق المكاسب التي حققها بعد الثورة ليعود إلى نفس مستواه مرة أخرى عند بداية الثورة تقريبا.

وخلال الربع الثالث من العام وعلى المستوى الدولي، بدأت أزمة الديون الأوروبية والأمريكية والتي أثرت بشكل سلبي على أداء السوق، لينخفض مؤشر EGX ٣٠ منذ بداية

---

١- التقرير السنوي لصندوق النقد العربي، ٢٠١١.

شهر أغسطس وحتى نهاية العام بحوالي ٢٩%، كما انخفض مؤشري EGX٧٠ و EGX ١٠٠ بمقدار ٣٥% و٣٣% على التوالي[١].

وفي العام ٢٠١٢ سجل السوق المصري ارتفاعًا قياسيًا، حيث اتجهت كافة مؤشرات البورصة للارتفاع ليسجل مؤشر EGX ٣٠ بنحو ٥١% أما على مستوى الأسهم المتوسطة فقد ارتفع EGX٧٠ وEGX١٠٠ بحوالي ١٥% و٢٤% على التوالي.

وبالنظر إلى تسلسل الأحداث ومدى تأثيرها على السوق المصري، فقد بدأ السوق العام بالارتفاع بعد انتهاء الانتخابات البرلمانية لمجلس الشعب وانتقال السلطة التشريعية إليه، حيث صعد السوق في شهري يناير وفبراير واستمر في الصعود بقوة حتى شهر مارس[٢].

إلا أن الأحداث السياسية في ذلك الوقت والمتعلقة باللجنة التأسيسية للدستور وبدء الاستعداد للانتخابات الرئاسية قد أسهمت في وجود حالة من عدم التيقن أسهمت في بدء تراجع السوق والذى استمر حتى نهاية جولة الإعادة من الانتخابات الرئاسية.

ومع بداية النصف الثاني من العام اتخذ السوق اتجاهًا صعوديًا حتى شهر نوفمبر والذي شهد العديد من التوترات السياسية وأثرت على السوق بشكل ملموس وأوقفت صعوده حتى بداية شهر ديسمبر والانتهاء من الاستفتاء على الدستور الجديد ليبدأ السوق في التحسن حتى نهاية العام وإن كان تأثر لفترة بتخفيض التصنيف الائتماني[٣].

أما في العام ٢٠١٣ فقد سجل السوق المصري ارتفاعات جيدة، حيث اتجهت كافة مؤشرات البورصة للارتفاع وفى مقدمتها مؤشر EGX ٣٠ والذي ارتفع بنحو ٢٤% أما على مستوى الأسهم المتوسطة فقد ارتفع مؤشري EGX٧٠ وEGX١٠٠ بحوالي ١٤% و١٥% على التوالي.

وبالنظر إلى تسلسل الأحداث ومدى تأثيرها على السوق المصري، فقد بدأ السوق العام بتراجع غلب على تعاملات النصف الأول من العام حيث تراجع المؤشر الرئيسي للسوق بنحو ١٣% خلال النصف الأول من العام، حيث تسارعت وتيرة الانخفاض خلال الشهرين الاخيرين من النصف الأول ليبلغ المؤشر مستوى ٤٥٠٠ تقريبا وهو أقل مستوى له على مدار عام كامل.

ومع بداية النصف الثاني من العام اتخذ السوق اتجاه صعودي قياسياً حيث سجل المؤشر الرئيسي للسوق ارتفاعاً بنحو ٤٣% خلال النصف الثاني من العام ليغلق تعاملات العام على ارتفاع ٢٤% وليتجاوز المؤشر للمرة الأولى مستوياته في ثورة يناير ٢٠١١[٤].

١- التقرير السنوي للبورصة المصرية، البورصة المصرية، ٢٠١١.

٢ - التقرير السنوي لصندوق النقد العربي، ٢٠١٢.

٣- التقرير السنوي للبورصة المصرية، البورصة المصرية، ٢٠١٢.

٤- التقرير السنوي للبورصة المصرية، البورصة المصرية، ٢٠١٣.

وخلال الربع الأول من العام ٢٠١٤ ارتفع مؤشر إيجي إكس ٣٠ خلال تعاملات الفترة ليغلق عند مستوى ٧٨٠٥ نقطة مسجلا ارتفاعا بلغ ١٥,٠٧%، بينما على جانب الأسهم المتوسطة فقد مالت إلى الارتفاع حيث سجل مؤشر إيجي إكس ٧٠ ارتفاعا بنحو ٩,٨١% مغلقا عند مستوى ٥٩٥ نقطة، أما مؤشر إيجي إكس ١٠٠ فسجل ارتفاعا بنحو ١٢,٧٩% مغلقا عند مستوى ١٠٤١ نقطة[١].

جدول رقم (١)

تطور أداء مؤشرات السوق المصري خلال الأعوام (٢٠٠٩-٢٠١١)[٢]

| السنة | 2009 | | | | 2010 | | | | 2011 | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| المؤشر | الفتح | أعلى قيمة | أقل قيمة | الإغلاق | الفتح | أعلى قيمة | أقل قيمة | الإغلاق | الفتح | أعلى قيمة | أقل قيمة | الإغلاق |
| مؤشر EGX30 مقوم بالجنيه | 4596 | 7250 | 3389 | 6209 | 6209 | 7603 | 5850 | 7142 | 7142 | 7210 | 3587 | 3622 |
| مؤشر EGX30 مقوم بالدولار | 2829 | 4503 | 2072 | 3842 | 3842 | 4672 | 3488 | 4176 | 4176 | 4223 | 2018 | 2038 |
| مؤشر EGX70 | 482 | 941 | 421 | 643 | 643 | 809 | 513 | 722 | 722 | 788 | 393 | 416 |
| مؤشر EGX100 | 781 | 1422 | 652 | 1059 | 1059 | 1258 | 884 | 1166 | 1166 | 1245 | 629 | 643 |
| مؤشر DJ EGX Egypt 20 Titans | 976 | 1504 | 710 | 1314 | 1314 | 1614 | 1264 | 1533 | 1533 | 1545 | 809 | 817 |
| مؤشر S&P / EGX ESG | | | | | 918 | 1160 | 907 | 1113 | 1113 | 1178 | 576 | 598 |
| مؤشر EGX20 Capped | | | | | | | | 8024 | 8024 | 8172 | 3871 | 3925 |

(*) تم إعداد الجدول بتصرف من الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية للبورصة المصرية.

تابع جدول رقم (١)

يوضح تطور أداء مؤشرات السوق المصري خلال الأعوام (٢٠١٢ - مارس ٢٠١٤)[٣]

| السنة | 2012 | | | | 2013 | | | | مارس 2014 | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| المؤشر | الفتح | أعلى قيمة | أقل قيمة | الإغلاق | الفتح | أعلى قيمة | أقل قيمة | الإغلاق | الفتح | أعلى قيمة | أقل قيمة | الإغلاق |
| مؤشر EGX30 مقوم بالجنيه | 3622 | 5969 | 3628 | 5462 | 5462 | 6870 | 4523 | 6782 | 6782 | 8501 | 6782 | 7805 |
| مؤشر EGX30 مقوم بالدولار | 2038 | 3326 | 2041 | 2934 | 2934 | 3370 | 2203 | 3317 | 3317 | 4151 | 3317 | 3807 |
| مؤشر EGX70 | 416 | 574 | 373 | 477 | 477 | 547 | 348 | 542 | 542 | 665 | 542 | 595 |
| مؤشر EGX100 | 643 | 941 | 633 | 800 | 800 | 930 | 613 | 923 | 923 | 1137 | 923 | 1041 |
| مؤشر DJ EGX Egypt 20 Titans | 817 | 1304 | 818 | 1211 | 1211 | 1493 | 1025 | 1476 | | | | |
| مؤشر S&P / EGX ESG | 598 | 1075 | 595 | 926 | 926 | 1071 | 680 | 1062 | 1062 | 1522 | 196 | 196 |
| مؤشر EGX20 Capped | 3925 | 7025 | 3922 | 6342 | 6342 | 7998 | 4986 | 7899 | 7899 | 10282 | 7899 | 9403 |

(*) تم إعداد الجدول بتصرف من الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية للبورصة المصرية.

١- تقرير ربع سنوي، مركز معلومات البورصة المصرية، ٢٠١٤.

٢- تم إعداد الجدول بتصرف من الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية للبورصة المصرية.

٣- تم إعداد الجدول بتصرف من الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية للبورصة المصرية.

ثانياً: تطور مؤشرات القطاعات

سجل عام ٢٠٠٩ ارتفاع في كافة القطاعات المتداولة في البورصة مقارنة بالعام الماضي فيما عدا قطاع الكيماويات الذي سجل التراجع الوحيد لهذا العام بتراجع قدره ٣%، وجاء في مقدمة الارتفاعات قطاع التشييد ومواد البناء والذي سجل ارتفاعًا ملحوظًا بنحو ٧١% واحتل القطاع المرتبة الثالثة من حيث كمية التداول محققًا نحو ٣,٥ مليار ورقة مالية بقيمة ٥١ مليار جنيه.

تلى ذلك قطاع العقارات والذي سجل ارتفاعًا بنحو ٦٧%، واحتل القطاع المرتبة الأولى من حيث كمية التداول محققًا نحو ٥,٧ مليار ورقة مالية بقيمة ٤٥ مليار جنيه تقريبا مستندًا في ذلك إلى الأداء القياسي لمجموعة طلعت مصطفى القابضة والتي جاءت في المرتبة الأولى من حيث كمية التداول مسجلة نحو ٣,٣ مليار ورقة مالية بقيمة ١٦ مليار جنيه مستحوذة على ما يقرب من ٦٠% من كمية التداول في القطاع.

أما المرتبة الثالثة فكانت من نصيب قطاع البنوك والذي سجل ارتفاعًا بنحو ٤٨%، أما قطاع الموارد الأساسية فقد جاء في المرتبة الرابعة مسجلا ارتفاعًا بنحو ٣٩%، أما المرتبتين الخامسة والسادسة فكانتا من نصيب قطاعي الخدمات المالية باستثناء البنوك والرعاية الصحية والأدوية اللذان سجلا ارتفاعًا بنحو ٣٧% و٣١%، على التوالي[1].

واحتل قطاع الخدمات المالية باستثناء البنوك المرتبة الرابعة من حيث كمية التداول محققًا نحو ٣,٤ مليار ورقة مالية بقيمة ٣٥ مليار جنيه، واستطاعت بايونيرز القابضة للاستثمارات المالية إن تستحوذ على ما يزيد عن ٤٥% من كمية التداول في القطاع واحتلت الشركة المرتبة الخامسة من حيث كمية التداول. تلى ذلك قطاعي المنتجات المنزلية والشخصية والأغذية والمشروبات اللذان سجلا ارتفاعًا بنحو ٨% و٦%، على التوالي، واحتل قطاع المنتجات المنزلية والشخصية المرتبة الثانية من حيث كمية التداول محققًا نحو ٥ مليار ورقة مالية بقيمة ٢٤ مليار جنيه، ويرجع ذلك إلى النشاط الملحوظ للشركات القائدة في القطاع والتي استحوذت على أربعة مراتب ضمن أنشط عشر شركات، حيث جاءت شركات النصر للملابس والمنسوجات، العربية لحليج الأقطان، الإسكندرية للغزل والنسيج والعربية وبولفارا للغزل والنسيج في المراتب السادسة، السابعة، الثامنة والعاشرة، على التوالي، مستحوذين على ما يزيد عن ٩٠% من أحجام التداول في القطاع.

---

١- التقرير السنوي لصندوق النقد العربي، ٢٠٠٩.

كما سجل قطاع الخدمات والمنتجات الصناعية والسيارات ارتفاعًا بنحـو ٦% خـلال العـام، وقـد احتـل القطاع خامس أكبر كمية تداول لهذا العام بلغـت ٣,٢ مليـار ورقـة ماليـة بقيمـة ٢٠ مليـار جنيـه تقريبـا مستندًا إلى الأداء القياسي للكابلات الكهربائية المصريـة والتـي جـاءت في المرتبـة الثالثـة مـن حيـث كميـة التداول مسجلة نحو ٢,٣ مليار ورقة مالية بقيمة ٣,٤ مليار جنيه مستحوذة على ما يقـرب مـن ٧٣% مـن كمية التداول في القطاع، تلاه قطاع الاتصالات بارتفاع قدره ٥%، أما أخـر الارتفاعـات فكانـت مـن نصـيب قطاع السياحة والترفيه والذي سجل ارتفاعًا بنحو ٣% خلال عام ٢٠٠٩[١].

خلال تعاملات عام ٢٠١٠ سجلت كافة القطاعات المتداولة في البورصـة ارتفاعًـا مقارنـة بالعـام المـاضي فيما عدا قطاعي الاتصالات والسياحة والترفيه اللذان سجلا تراجعًا قدره ١٦% و٢% على التـوالي، والجـدير بالذكر أن قطاع الاتصالات قد احتل المرتبة الأولى من حيث كمية التـداول محققًـا ٥,٤ مليـار ورقـة ماليـة بقيمة ٣٨,٦ مليار جنيه، ويرجع ذلك للنشاط الملحوظ للشركة القائدة في القطاع وهـى أوراسـكوم تليكـوم القابضة والتي جاءت في المرتبة الأولى من حيث كمية التداول مسجلة نحو ٥ مليار ورقة ماليـة بقيمـة ٣٠ مليار جنيه.

أما قطاع السياحة والترفيه فقد أحتل ثالث أكبر كمية تداول لهذا العام بلغـت ٣,٥ مليـار ورقـة ماليـة بقيمة ١١ مليار جنيه، واستطاعت المصرية للمنتجعات السياحية ان تستحوذ على ما يزيـد عـن ٨٥% مـن كمية التداول في هذا القطاع واحتلت الشركة المرتبة الثانية من حيث كمية التداول[٢].

وقد جاء قطاع البنوك في مقدمة الارتفاعات حيث سجل ارتفاعًا ملحوظًا بلغ ٧٦%، وبفارق كبـير جـاء قطاع العقارات في المرتبة الثانية مسجلا ارتفاعًا بنحو ٢١%، واحتل القطاع المرتبة الرابعة من حيـث كميـة التداول محققًا نحو ٣ مليار ورقة مالية بقيمة ٢٩ مليار جنيـه مسـتندًا في ذلـك الى أداء مجموعـة طلعـت مصطفى القابضة التي جاءت في المرتبة الرابعة من حيث كمية التداول مسجلة نحو ١,٣ مليار ورقة ماليـة بقيمة ١٠ مليار جنيه.

أما المرتبتان الثالثة والرابعة فكانتا من نصيب قطاعي الكيماويات والرعايـة الصـحية والأدويـة اللـذان سجلا ارتفاعًا بنحو ١٩% و١٧% على التوالي، أمـا قطـاع المنتجـات المنزليـة والشخصـية فقـد احتـل المرتبـة الخامسة مسجلا ارتفاعًا بنحو ١٤%، واحتل القطاع المرتبة الخامسة ايضًا من حيث كميـة التـداول محققًـا نحو ٣ مليار ورقة مالية بقيمة ١١,٦ مليار جنيه.

---

١- التقرير السنوي للبورصة المصرية، البورصة المصرية، ٢٠٠٩.

٢- التقرير السنوي لصندوق النقد العربي، ٢٠١٠.

كما سجل قطاع الخدمات المالية باستثناء البنوك ارتفاعًا بنحو ١٢% خلال العام، وقد احتل القطاع المرتبة الثانية من حيث كمية التداول محققًا نحو ٤,٥ مليار ورقة مالية بقيمة ٣١ مليار جنيه، تلى ذلك قطاعي الخدمات والمنتجات الصناعية والسيارات والتشييد ومواد البناء اللذان سجلا ارتفاعًا بنحو ١٠% و٩%، على التوالي، ثم جاء قطاع الموارد الأساسية بارتفاع قدره ٧% أما أخر الارتفاعات هذا العام فكانت من نصيب قطاع الأغذية والمشروبات والذي سجل ارتفاعًا بنحو ٤% خلال العام[١].

وفي العام ٢٠١١ سجلت كافة القطاعات المتداولة في البورصة انخفاضًا، وكان أقل القطاعات انخفاضًا خلال العام قطاع الرعاية الصحية والأدوية وذلك بنحو ١٦%، تلاه قطاع المنتجات المنزلية والشخصية في المركز الثاني محققًا ٢٥%، أما المرتبتان الثالثة والرابعة فكانتا من نصيب قطاعي الكيماويات والتشييد ومواد البناء اللذان سجلا تراجعًا بنحو ٢٥% و٣٠% على التوالي.

واحتل قطاع التشييد ومواد البناء المرتبة الرابعة من حيث كمية التداول محققًا ١,٥ مليار ورقة مالية بقيمة ١٣,٦ مليار جنيه، كما سجل قطاع الاتصالات انخفاضًا بنحو ٣٥% خلال العام، وقد احتل القطاع المرتبة الخامسة أيضًا من حيث كمية التداول محققًا نحو ١,٥ مليار ورقة مالية بقيمة ٩,٧ مليار جنيه.

تلى ذلك قطاعي الأغذية والمشروبات والخدمات والمنتجات الصناعية والسيارات اللذان سجلا تراجعًا بنحو ٤١% و٥١%، على التوالي، وسجل الأخير ثالث أكبر كمية تداول بحوالي ١,٦ مليار ورقة مالية بقيمة ٦,٢ مليار جنيه، ثم جاء قطاع الخدمات المالية باستثناء البنوك بانخفاض قدره ٥٦% والذي احتل المرتبة الأولى من حيث كمية التداول محققًا ٤,٥ مليار ورقة مالية بقيمة ١٥,٧ مليار جنيه.

تلى ذلك قطاعي البنوك والسياحة والترفيه اللذان سجلا تراجعًا بنحو ٥٩% و٦٦%، على التوالي، أما أعلى الانخفاضات لهذا العام فكانت من نصيب قطاعي العقارات والموارد الأساسية اللذان تراجعا بحوالي ٦٧% و٧٦% على التوالي[٢].

وفي العام ٢٠١٢ سجلت القطاعات المتداولة في البورصة ارتفاعًا، وكان أكثر القطاعات ارتفاعًا قطاع الموارد الأساسية وذلك بارتفاع ملحوظ بلغ ١٤٦%، تلاه قطاع البنوك في المركز الثاني

---

١- التقرير السنوي للبورصة المصرية، البورصة المصرية، ٢٠١٠.

٢- التقرير السنوي للبورصة المصرية، البورصة المصرية، ٢٠١١.

محققًا نمو بلغ ٨٢%، أما المرتبة الثالثة فكانت من نصيب قطاع العقارات الذي سجل ارتفاعا بنحو ٧٨%، من حيث كمية التداول محققًا ٥,٤ مليار ورقة مالية بقيمة ٢٠,٢ مليار جنيه[١].

كما سجل قطاع الاتصالات ارتفاعًا بنحو ٧٠% خلال العام، وقد احتل القطاع المرتبة الأولى من حيث كمية التداول محققًا نحو ١٣ مليار ورقة مالية بقيمة ٤٠,٤ مليار جنيه، تلى ذلك قطاع الأغذية والمشروبات الذي سجل ارتفاعًا بنحو ٥٦% وبفارق كبير جاء قطاع الخدمات والمالية باستثناء البنوك مسجلا ارتفاعًا بلغ ٣١%، على التوالي، وسجل الأخير ثاني أكبر كمية تداول بحوالي ٦,٣ مليار ورقة مالية بقيمة ١٨,٥ مليار جنيه.

تلى ذلك قطاعي التشييد ومواد البناء والسياحة والترفيه بارتفاع قدره ٢٤% و٢٣%، على التوالي، واحتل الأخير المرتبة الخامسة من حيث كمية التداول محققًا ١,٤ مليار ورقة مالية بقيمة ٢,٢ مليار جنيه، ثم جاء بعد ذلك قطاع الرعاية الصحية والأدوية الذي سجل ارتفاعًا بنحو ١٣% وبالمثل حقق قطاع المنتجات المنزلية والشخصية ارتفاعُا قدره ١٣%، وسجل القطاع رابع أكبر كمية تداول بحوالي ١,٥ مليار ورقة مالية بقيمة ٥ مليار جنيه.

أما أقل الارتفاعات لهذا العام فكانت من نصيب قطاعي الخدمات والمنتجات الصناعية والسيارات والكيماويات اللذان سجلا نموًا بنحو ١١% و٧% على التوالي[٢].

أما في العام ٢٠١٣ فقد سجلت كافة القطاعات المتداولة في البورصة ارتفاعا, ماعدا قطاع الخدمات المالية باستثناء البنوك، وكان أكثر القطاعات ارتفاعاً خلال العام قطاع الأغذية والمشروبات وذلك بارتفاع بلغ ٧٨%، تلاه قطاع الموارد الأساسية في المركز الثاني محققاً نمو بلغ ٤٥%، أما المرتبة الثالثة فكانت من نصيب قطاع البنوك الذي سجل ارتفاعاً بنحو ٣٣%. تلي ذلك قطاع الكيماويات الذي سجل ارتفاعاً يزيد عن ٢٦%.

كما سجل قطاع العقارات ارتفاعاً احتل به المركز الخامس بنحو ٢٦% خلال العام، وقد احتل القطاع المرتبة الثالثة من حيث كمية التداول محققاً نحو ٥,٦ مليار ورقة مالية بقيمة تزيد عن ١٩ مليار جنيه، ثم يليه قطاع خدمات ومنتجات صناعية وسيارات مسجلاً ارتفاعاً يزيد عن ٢١%، تلى ذلك قطاع الاتصالات بارتفاع قدره ٢١%، وقد احتل قطاع الاتصالات المرتبة الأولى من حيث كمية التداول محققاً ٧,٥ مليار ورقة مالية بقيمة ١٠,٨ مليار جنيه.

---

١- التقرير السنوي لصندوق النقد العربي، ٢٠١٢.

٢- التقرير السنوي للبورصة المصرية، البورصة المصرية، ٢٠١٢.

كما حقق قطاع منتجات المنزلية والشخصية ارتفاعاً قدره ١٧% وقد جاء قطاع المنتجات المنزلية والشخصية في المرتبة الخامسة من حيث كمية التداول محققاً نحو ١,٦ مليار ورقة مالية بقيمة ٦ مليار جنيه، وتلى ذلك قطاع التشييد ومواد البناء والذي سجل ارتفاعاً بنحو ١٦% وقد جاء في المرتبة الرابعة من حيث كمية التداول محققاً نحو ١,٦ مليار ورقة بقيمة ٢٠ مليار جنيه.

ثم جاء بعد ذلك قطاع السياحة والترفيه الذي سجل ارتفاع بنحو ١٤%، كما حقق قطاع الرعاية الصحية والأدوية ارتفاعاً قدره ٧%، أما قطاع خدمات مالية باستثناء البنوك فكان القطاع الوحيد الذي سجل انخفاضاً لهذا العام حيث سجل تراجعاً بنحو ١١%[١]. وخلال الربع الأول من العام ٢٠١٤ احتل قطاع الخدمات المالية باستثناء البنوك الصدارة، حيث وصل حجم التداول بالمليون ورقة إلى ٥٠٥٦,٩، تلى ذلك قطاع الاتصالات وذلك بقيمة ٤٩٧٤,٧ لحجم التداول بالمليون ورقة، وبعد ذلك قطاع العقارات وذلك بقيمة ٢١٦٨,٢ لحجم التداول بالمليون ورقة.

واحتل المركز الرابع قطاع السياحة والترفيه، حيث وصل حجم التداول بالمليون ورقة إلى ١٥٢١,٢ وذلك بما يعادل ٣٥٤٠,٢ لقيمة التداول بالمليون جنية، وبمضاعف ربحية يصل إلى ٤٧,٣١، ومتوسط عائد على الكوبون يساوي ٦,٣٩.

وجاء في المركز الخامس والسادس قطاع الخدمات المنزلية والشخصية وقطاع خدمات ومنتجات صناعية وسيارات، وذلك بقيمة تساوي لحجم التداول بالمليون ورقة ١٢٩٨,١ و١٢٥٤,٣ على التوالي بالترتيب[٢].

جدول رقم (٢)

تطور مؤشرات القطاعات في السوق المصري خلال الأعوام (٢٠٠٩ - ٢٠١١)[٣]

| السنة | 2009 | | | 2010 | | | 2011 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| القطاع | حجم التداول (بالمليار ورقة) | قيمة التداول (بالمليار جنيه) | متوسط مضاعف الربحية | حجم التداول (بالمليار ورقة) | قيمة التداول (بالمليار جنيه) | متوسط مضاعف الربحية | حجم التداول (بالمليار ورقة) | قيمة التداول (بالمليار جنيه) | متوسط مضاعف الربحية |
| العقارات | 5.7 | 44.6 | 15.34 | 19.11 | 28,787 | 3,109 | 2,854 | 13,903 | 14.7 |
| منتجات منزلية وشخصية | 5.0 | 23.6 | 11.92 | 14.63 | 11,550 | 2,599 | | | |
| التشييد ومواد البناء | 3.5 | 51.1 | 9.67 | | | | 1,498 | 13,613 | 10.4 |
| خدمات مالية (باستثناء البنوك) | 3.4 | 34.6 | 8.77 | 4.469 | 31,366 | 20.49 | 4,519 | 15,678 | 11.9 |
| خدمات ومنتجات صناعية | 3.2 | 19.7 | 13.27 | | | | 1,627 | 6,242 | 8.2 |
| الاتصالات | 5,446 | 38,576 | 9.49 | | | | 1,462 | 9,699 | 8.9 |
| سياحة | | | | 16.99 | 10,631 | 3،539 | | | |

١- التقرير السنوي للبورصة المصرية، البورصة المصرية، ٢٠١٣.

٢- تقرير ربع سنوي، مركز معلومات البورصة المصرية، ٢٠١٤.

٣- تم إعداد الجدول بتصرف من الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية للبورصة المصرية.

تابع جدول رقم (٢)

يوضح تطور مؤشرات القطاعات في السوق المصري خلال الأعوام (٢٠١٢ - مارس ٢٠١٤)[1].

| السنة | 2012 | | | 2013 | | | مارس 2014 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| القطاع | حجم التداول (بالمليار ورقة) | قيمة التداول (بالمليار جنيه) | متوسط مضاعف الربحية | حجم التداول (بالمليار ورقة) | قيمة التداول (بالمليار جنيه) | متوسط مضاعف الربحية | حجم التداول (بالمليار ورقة) | قيمة التداول (بالمليار جنيه) | متوسط مضاعف الربحية |
| العقارات | 5.44 | 20.21 | 20.8 | 5.60 | 19.13 | 26.53 | 2,168 | 9,972.5 | 21.36 |
| منتجات منزلية وشخصية | 1.45 | 5.01 | 13.7 | 1.57 | 6.01 | 11.98 | 1,298 | 5,226.9 | 15.21 |
| التشييد ومواد البناء | | | | 1.62 | 20.02 | 13.24 | 714.0 | 2,934.6 | 14.31 |
| خدمات مالية (باستثناء البنوك) | 6.31 | 18.53 | 11.6 | 6.20 | 15.55 | 20.84 | 5,056 | 13,772 | 40.34 |
| خدمات ومنتجات صناعية وسيارات | | | | | | | 1,254 | 2,685.2 | 21.66 |
| الاتصالات | 13.08 | 40.43 | 7.5 | 7.5 | 10.75 | 14.05 | 4,974 | 8,610 | 30.32 |
| سياحة | 1.37 | 2.24 | 11.6 | | | | 1,521 | 3,540 | 47.31 |

(*) تم إعداد الجدول بتصرف من الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية للبورصة المصرية.

ثالثاً: إجماليات التداول

شهد العام ٢٠٠٩ تحقيق مستويات جيدة من إجماليات التداول، حيث سجلت إجمالي قيمة تداول قدرها ٤٤٨ مليار جنيه مقارنة بنحو ٥٣٠ مليار جنيه خلال العام الماضي.

من ناحية أخرى، ارتفعت كمية التداول محققة ٣٧ مليار ورقة مالية خلال عام ٢٠٠٩ مقارنة بنحو ٢٦ مليار ورقة مالية عن العام السابق، بزيادة قدرها ٤٣%، كما ارتفعت عدد العمليات لتسجل ١٥ مليون عملية خلال هذا العام مقارنة بنحو ١٣,٥ مليون عملية خلال عام ٢٠٠٨.

هذا وقد سجلت قيمة التداول في سوق داخل المقصورة نحو ٣٣٤ مليار جنيه خلال العام الحالي مقارنة بنحو ٤٧٦ مليار جنيه خلال عام ٢٠٠٨، كما سجلت كمية التداول في سوق داخل المقصورة ٢٩ مليار ورقة مقارنة بنحو ٢٢ مليار ورقة خلال العام الماضي.

على الجانب الأخر، فقد شهد سوق خارج المقصورة نشاطًا ملحوظًا خلال عام ٢٠٠٩، حيث بلغت قيمة التداول نحو ١١٥ مليار جنيه وهى تقريبًا ضعف قيمة التداول المحققة خلال العام الماضي والتي بلغت نحو ٥٤ مليار جنيه، مدفوعًا في ذلك بالصفقة التي تم تنفيذها على أسهم شركة "الافارج بلدنج ماتريالز هولدنج" والتي تجاوزت قيمتها ٧١ مليار جنيه[2].

---

١- تم إعداد الجدول بتصرف من الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية للبورصة المصرية.

٢- التقرير السنوي لصندوق النقد العربي، ٢٠٠٩.

بينما سجلت كمية التداول في سوق خارج المقصورة نحو ٨ مليار ورقة مالية مقارنة بنحو ٣,٦ مليار ورقه مالية العام الماضي، أي بارتفاع قدره ١٢٢%، هذا وقد مًثل سوق خارج المقصورة نحو ٢٦% من إجمالي قيمة التداول خلال العام الحالي مقارنة بنحو ١٠% العام الماضي.

هذا وقد واصل عدد الشركات المقيدة في السوق الرئيسي التراجع لينخفض عدد الشركات المقيدة من ٣٧٣ شركة في نهاية عام ٢٠٠٨ إلى ٣٠٦ شركة في نهاية العام الحالي، نتيجة استمرار التطبيق الحازم لقواعد القيد والإفصاح وحوكمة الشركات، وقد ارتفعت نسبة الشركات المتداولة إلى إجمالي الشركات المقيدة لتصل إلى ٩٤% مقارنة بنحو ٨٦% العام السابق، وبالرغم من تراجع عدد الشركات المقيدة، إلا أن رأس المال السوقي قد ارتفع ليصل إلى ٥٠٠ مليار جنيه في نهاية عام ٢٠٠٩، بزيادة قدرها ٥% عن العام الماضي، ممثلا حوالي٤٨% من الناتج المحلى الإجمالي.

سجلت الشركات التي يتم التداول عليها بحدود سعرية ٢٠% نحو ٨٤% من إجمالي قيمة التداول للأسهم المقيدة خلال العام الحالي، كما استحوذت على ٩٨% من إجمالي كمية التداول و٩٧% من إجمالي عدد العمليات خلال عام ٢٠٠٩.

بلغت إجمالي كمية الأوراق المالية المتداولة وفقًا لنظام الأوراق المالية المشتراه والمباعة في ذات الجلسة خلال عام ٢٠٠٩ نحو ٥ مليار ورقة مالية والذي يمثل ١٦% من إجمالي كمية التداول للأسهم المقيدة، بينما بلغت قيمة التداول وفقًا لهذا النظام نحو ٣٥ مليار جنيه تم تنفيذها من خلال حوالي ١,٧ مليون عملية، مستحوذًا على ١٢% من إجمالي قيمة التداول و١٣% من إجمالي عدد العمليات[1].

وفي العام ٢٠١٠ سجلت البورصة المصرية إجمالي قيمة تداول قدرها ٣٢١ مليار جنيه مقارنة بنحو ٤٤٨ مليار جنيه خلال العام الماضي، كما حققت كمية التداول نحو ٣٣ مليار ورقة مالية مقارنة بنحو ٣٧ مليار ورقة مالية العام السابق، وقد سجلت عدد العمليات نحو ١٠ مليون عملية خلال هذا العام مقارنة بنحو ١٥ مليون عملية خلال عام ٢٠٠٩.

وسجلت قيمة التداول في السوق الرئيسي نحو ٢٧٣ مليار جنيه مقارنة بنحو ٣٣٤ مليار جنيه خلال عام ٢٠٠٩، كما سجلت كمية التداول في السوق الرئيسي نحو ٢٨ مليار ورقة مقارنة بنحو ٢٩ مليار ورقة خلال العام ٢٠٠٩.

والجدير بالذكر أن السوق الرئيسي قد سجل إجماليات تداول خلال عام ٢٠١٠ تقترب من تلك التي تم تسجيلها العام ٢٠٠٩ وذلك بعد استبعاد الصفقات، حيث حقق قيمة

١- التقرير السنوي للبورصة المصرية، إدارة البحوث وتنمية الأسواق، ٢٠٠٩.

تداول قدرها ٢٦٤ مليار جنيه مقارنة بنحو ٢٩٠ مليار جنيه العام ٢٠٠٩، كما سجل كمية تداول بلغت ٢٧ مليار ورقة مقارنة بنحو ٢٨ مليار ورقة تم تسجيلها خلال عام ٢٠٠٩ بعد استبعاد الصفقات.

على الجانب الأخر، فقد شهد سوق خارج المقصورة انخفاضًا ملحوظًا في التعاملات خلال عام٢٠١٠ محققًا قيمة تداول قدرها ٤٨ مليار جنيه مقارنة بنحو ١١٥ مليار جنيه العام ٢٠٠٩، حيث تم قصر التعاملات في سوق الأوامر بخارج المقصورة على يومين فقط ولمدة نصف ساعة وبنظام تسوية T+3 وذلك ابتداءً من النصف الثاني من ٢٠١٠، مما أدى إلى تقليل نشاط السوق بشكل ملحوظ، حيث انخفضت أحجام التعاملات في سوق الأوامر بخارج المقصورة مسجلة قيمة تداول قدرها ٥ مليار جنيه مقارنة بنحو ١٥ مليار جنيه العام ٢٠٠٩[1].

كما سجل سوق الصفقات قيمة تداول قدرها ٤٣ مليار جنيه خلال ٢٠١٠ مقارنة بنحو ١٠٠ مليار جنيه خلال العام ٢٠٠٩ والذي تضمن الصفقة التي تم تنفيذها على أسهم شركة "لافارج بلدنج ماتريالز هولدنج" والتى تجاوزت قيمتها ٧١ مليار جنيه، بينما سجلت كمية التداول في سوق خارج المقصورة نحو ٥ مليار ورقة مالية مقارنة بنحو ٨ مليار ورقه مالية العام ٢٠٠٩، هذا وقد مًثل سوق خارج المقصورة نحو ١٥% من إجمالي قيمة التداول خلال العام الحالي مقارنة بنحو ٢٦% العام ٢٠٠٩.

كما انخفض رأس المال السوقي للأسهم المقيدة في السوق الرئيسي ليصل إلى ٤٨٨ مليار جنيه في نهاية عام ٢٠١٠ مقارنة بنحو ٥٠٠ مليار جنيه في نهاية العام ٢٠٠٩، ممثلا حوالي ٤٠% من الناتج المحلى الإجمالي[2].

وفي العام ٢٠١١ شهدت البورصة المصرية انخفاضًا ملحوظًا في أحجام التعاملات، حيث حققت قيمة تداول قدرها ١٤٨ مليار جنيه مقارنة بنحو ٣٢١ مليار جنيه خلال العام ٢٠١٠ (مع العلم أن البورصة المصرية قد توقفت عن العمل بعد الثورة المصرية لمدة ٥٥ يوم تقريبًا)، كما حققت كمية التداول تراجعًا مماثلا لتصل إلى نحو ١٨,٥ مليار ورقة مالية خلال عام ٢٠١١ مقارنة بنحو ٣٣ مليار ورقة مالية العام السابق، وقد سجلت عدد العمليات نحو ٥,٦ مليون عملية خلال هذا العام مقارنة بنحو ١٠ مليون عملية خلال عام ٢٠١٠.

---

١- التقرير السنوي لصندوق النقد العربي، ٢٠١٠.

٢- التقرير السنوي للبورصة المصرية، إدارة البحوث وتنمية الأسواق، ٢٠١٠.

ويلاحظ أن أحجام التعاملات كانت في ارتفاع متزايد بعد الثورة وحتى شهر يونيو، وبعد ذلك بدأت بالانخفاض بشكل ملحوظ حتى وصلت إلى أدنى مستوياتها في ديسمبر ٢٠١١، والذي يعتبر واحد من أدنى مستويات البورصة على مدار عدة سنوات[١].

حيث سجلت قيمة التداول في السوق الرئيسي نحو ١٣١ مليار جنيه خلال العام الحالي مقارنة بنحو ٢٧٣ مليار جنيه خلال عام ٢٠١٠، كما سجلت كمية التداول في السوق الرئيسي نحو ١٧ مليار ورقة مقارنة بنحو ٢٨ مليار ورقة خلال العام الماضي.

أما سوق خارج المقصورة فقد شهد تراجعًا أكبر في التعاملات خلال عام ٢٠١١ حيث حقق قيمة تداول قدرها ١٧,٥ مليار جنيه مقارنة بنحو ٤٨ مليار جنيه العام الماضي، ويرجع ذلك إلى انخفاض أحجام التعاملات في سوق الأوامر بخارج المقصورة إلى نحو ٤٦٣ مليون جنيه مقارنة بنحو ٥ مليار جنيه العام الماضي، كما سجل سوق الصفقات قيمة تداول قدرها ١٧ مليار جنيه خلال ٢٠١١ مقارنة بنحو ٤٣ مليار جنيه خلال العام الماضي.

كما انخفض رأس المال السوقي للأسهم المقيدة في السوق الرئيسي ليصل إلى ٢٩٤ مليار جنيه في نهاية عام ٢٠١١ مقارنة بنحو ٤٨٨ مليار جنيه في نهاية العام الماضي بتراجع قدره ٤٠% وبما يمثل حوالي ٢١% من الناتج المحلى الإجمالي.

وفي العام ٢٠١٢ شهدت البورصة المصرية تحسنًا في أحجام التعاملات، حيث حققت قيمة تداول قدرها ١٨٥ مليار جنيه مقارنة بنحو ١٤٨ مليار جنيه خلال العام الماضي، كما حققت البورصة المصرية كمية تداول قياسية بلغت ٣٤ مليار ورقة مالية خلال عام ٢٠١٢ مقارنة بنحو ١٨,٥ مليار ورقة مالية العام السابق، وقد سجلت عدد العمليات نحو ٦ مليون عملية مقارنة بنحو ٥,٦ مليون عملية خلال عام ٢٠١١، حيث استحوذت قيمة التداول في السوق الرئيسي على غالبية التداول في السوق مسجلة ١٦٦,٥ مليار جنيه خلال العام ٢٠١٢ مقارنة بنحو ١٣١ مليار جنيه خلال عام ٢٠١١[٢].

أما في العام ٢٠١٣ حافظت البورصة على معدلات تداول تقترب من معدلات العام السابق وتزيد عن مستويات عام ٢٠١١ حيث حققت قيمة تداول قدرها ١٦٢ مليار جنيه مقارنة بنحو ١٨٥ مليار جنيه خلال العام الماضي و١٤٨ مليار جنيه خلال ٢٠١١، كما حققت البورصة المصرية كمية تداول بلغت ٢٩ مليار ورقة مالية خلال عام ٢٠١٣

١- التقرير السنوي لصندوق النقد العربي، ٢٠١١.

٢- التقرير السنوي للبورصة المصرية، البورصة المصرية، ٢٠١٢.

مقارنة بنحو ٣٤ مليار ورقة مالية العام السابق، وقد سجلت عدد العمليات نحو ٥ مليون عملية خلال هذا العام مقارنة بنحو ٦ مليون عملية خلال عام ٢٠١٢.

وتفصيلا لما سبق استحوذت قيمة التداول في السوق الرئيسي على غالبية التداول في السوق مسجلة ١٤٦ مليار جنيه خلال العام الحالي مقارنة بنحو ١٦٦,٥ مليار خلال ٢٠١٢، كما سجلت كمية التداول للسوق الرئيسي ٢٧ مليار ورقة مالية مقارنة بنحو ٣٣ مليار ورقة مالية في ٢٠١٢، أما سوق خارج المقصورة فقد حقق قيمة تداول قدرها ١٥ مليار جنيه مقارنة بنحو ١٨ مليار جنيه العام الماضي، كما سجل سوق خارج المقصورة كمية تداول ١,٧ مليار ورقة مالية خلال ٢٠١٣ مقارنة بنحو ١,٤ مليار ورقة مالية خلال العام ٢٠١٢. كما شهد العام ٢٠١٣ إعادة آلية الشراء والبيع والتي قد توقفت منذ قيام ثورة ٢٥ يناير، لتحقق إجمالي كمية الأوراق المالية المتداولة وفقاً لهذا النظام نحو ٨٩٥ مليون ورقة مالية ويمثل ٣% من إجمالي كمية تداول الأسهم المقيدة بينما بلغت قيمة التداول وفقًا لهذا النظام نحو ٢,٦ مليار جنيه تم تنفيذها من خلال ١٧٧ ألف عملية، مستحوذًا على ٢% من إجمالي قيمة التداول و٤% من إجمالي عدد العمليات. كما ارتفع رأس المال السوقي للأسهم المقيدة في السوق الرئيسي ليصل إلى ٤٢٧ مليار جنيه في نهاية عام ٢٠١٣ مقارنة بنحو ٣٧٦ مليار جنيه في نهاية العام الماضي بارتفاع ١٤% وبما يمثل ٢٤% من الناتج المحلى الإجمالي[١]. وخلال الربع الأول من ٢٠١٤ بلغ إجمالي قيمة التداول خلال الثلاثة شهور نحو ٧٨,٢ مليار جنيه، في حين بلغت كمية التداول نحو ١٨٥٦٢ مليون ورقة منفذة على ٢٣٣٨ ألف عملية وذلك مقارنة بإجمالي قيمة تداول قدرها ٣٩,٥ مليار جنيه وكمية تداول ١٠٢٩٥ مليون ورقة منفذة على ١٥٠٧ ألف عملية خلال الثلاثة شهور السابقة.

أما بورصة النيل، فقد سجلت قيمة تداول قدرها ٣٤٢,٣ مليون جنيه وكمية تداول بلغت ٩٦,٧ مليون ورقة منفذة على ٤٦٩٨٤ عملية خلال الثلاثة شهور هذا وقد استحوذت الأسهم على ٧٨,٥% من إجمالي قيمة التداول داخل المقصورة، في حين مثلت قيمة التداول للسندات نحو ٢١,٥% خلال الثلاثة شهور[٢].

---

١- التقرير السنوي للبورصة المصرية، البورصة المصرية، ٢٠١٣.

٢- تقرير ربع سنوي، مركز معلومات البورصة المصرية، ٢٠١٤.

جدول رقم(٣)

تطور إجمالي التداول في السوق المصري خلال الأعوام (٢٠٠٩-٢٠١١)[١].

| السنة | 2009 | | | 2010 | | | 2011 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| السوق | قيمة التداول بالمليار جنيه | حجم التداول بالمليار ورقة | عدد العمليات بالمليون | قيمة التداول بالمليار جنيه | حجم التداول بالمليار ورقة | عدد العمليات بالمليون | قيمة التداول بالمليار جنيه | حجم التداول بالمليار ورقة | عدد العمليات بالمليون |
| سوق داخل المقصورة | 333.5 | 28.6 | 13.5 | 273 | 28 | 10 | 130.5 | 16.9 | 5.5 |
| بورصة النيل | - | - | - | 0.20 | 0.02 | 0.05 | 0.19 | 0.03 | 0.01 |
| سوق خارج المقصورة | 114.7 | 8.0 | 1.1 | 48 | 5 | 0.4 | 17.5 | 1.6 | 0.06 |
| الإجمالي | 448.2 | 36.6 | 14.6 | 321 | 33 | 10 | 148 | 18.5 | 5.6 |

تابع جدول رقم (٣)

يوضح تطور إجمالي التداول في السوق المصري خلال الأعوام (٢٠١٢ - مارس ٢٠١٤)[٢].

| السنة | 2012 | | | 2013 | | | مارس 2014 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| السوق | قيمة التداول بالمليار جنيه | حجم التداول بالمليار ورقة | عدد العمليات بالمليون | قيمة التداول بالمليار جنيه | حجم التداول بالمليار ورقة | عدد العمليات بالمليون | قيمة التداول بالمليون جنيه | حجم التداول بالمليون ورقة | عدد العمليات بالألف |
| سوق داخل المقصورة | 166.5 | 33 | 6.2 | 146.1 | 27 | 4.7 | 72,793.889 | 18,068.709 | 2,266.110 |
| بورصة النيل | 0.25 | 0.08 | 0.03 | 0.76 | 0.3 | 0.1 | 342.332 | 96.734 | 46.984 |
| سوق خارج المقصورة | 18.3 | 1.4 | 0.04 | 15.1 | 1.7 | 0.02 | 5,061.133 | 396.714 | 25.164 |
| الإجمالي | 185 | 34 | 6.2 | 162 | 29 | 4.8 | 78,197.354 | 18,562.157 | 2,338.258 |

(*) تم إعداد الجدول بتصرف من الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية للبورصة المصرية.

رابعاً: تعاملات المستثمرين

خلال العام ٢٠٠٩ استطاع السوق المصري جذب المستثمرين إليه، بالرغم من الأزمة المالية التي واجهت الأسواق العالمية خلال ٢٠٠٩ وأثرت على السوق المصري كبقية الأسواق، حيث ارتفع عدد المستثمرين المسجلين (المكودين) في السوق المصري إلى ما يزيد عن ١,٧ مليون مستثمر بزيادة قدرها نحو ٣٨ ألف مستثمر تقريبا عن العام ٢٠٠٨.

---

١- تم إعداد الجدول بتصرف من الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية للبورصة المصرية.

٢- تم إعداد الجدول بتصرف من الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية للبورصة المصرية.

وكان النمو الأكبر للمؤسسات في السوق بنسبة نمو بلغت ٥,٨% خلال عام ٢٠٠٩ مقارنة بنمو ٢,٢% للأفراد حيث تم تسجيل ما يقرب من ١٧٠٠ مستثمر مؤسسي جديد خلال ٢٠٠٩ ليرتفع عدد المستثمرين المؤسسات المسجلين في السوق المصري إلى ما يزيد عن ٣٠ الف مؤسسة، وما يؤكد استمرار الثقة في البورصة المصرية أن المؤسسات الأجنبية غير العربية كانت هي الفئات التي سجلت أكبر نمو في أعداد المسجلين فيها خلال ٢٠٠٩، حيث ارتفع عددها بنحو ١٢% خلال ٢٠٠٩ ليبلغ العدد الإجمالي للمؤسسات الأجنبية غير العربية العاملة في السوق المصري إلى ما يزيد عن ٩٧٠٠ مؤسسة[١].

بينما ارتفعت عدد المؤسسات العربية بنحو ٥,٤% ليبلغ عددها الإجمالي في السوق المصري إلى أكثر من ١٨٠٠ مؤسسة وهو ما يرفع أعداد المؤسسات غير المصرية العاملة في السوق المصري إلى ما يزيد عن ١١٥٠٠ مؤسسة، وعلى مستوى المستثمرين الأفراد، فقد ارتفع عددهم بنحو ٢,٢%، حيث تم تقييد ما يقرب من ٣٧ ألف مستثمر فرد ليقترب عدد المستثمرين الأفراد في السوق المصري من ١,٦٩ مليون مستثمر.

وقد كانت اكبر نسبة زيادة في عدد المستثمرين الأفراد من نصيب الأجانب غير العرب الذين سجلوا ارتفاعًا بنحو ٦,٢% حيث تم تسجيل ما يزيد عن ٣٤٠ مستثمر أجنبي خلال ٢٠٠٩ ليصل عدد المستثمرين الأجانب الأفراد غير العرب في السوق المصري إلى ما يزيد عن ٥٨٠٠ مستثمر أجنبي. وقد تفوقوا في ذلك على نسبة نمو المستثمرين الأفراد العرب الذين سجلوا ارتفاعا بنحو ٥% تقريبا خلال ٢٠٠٩ حيث تم تسجيل ما يقرب من ٩١٣ مستثمر عربي، بينما سجل المستثمرين المصرين زيادة قدرها ٢,١% تقريبا حيث تم تسجيل ما يزيد عن ٣٥ ألف مستثمر مصري خلال ٢٠٠٩[٢].

وفي العام ٢٠١٠ واصل السوق المصري جذب المستثمرين إليه وخصوصًا المؤسسات، حيث شهد عدد المؤسسات التي تم تسجيلها كعميل جديد خلال العام نموًا ملحوظًا بلغ ١٣٦% مقارنة بتراجع في عدد الأفراد المكودين كعملاء جدد خلال العام قدره ١٦%. حيث تم تسجيل ٣٩١٠ مستثمر مؤسسي جديد خلال ٢٠١٠ مقارنة بنحو ١٦٥٤ مستثمر مؤسسي جديد خلال العام ٢٠٠٩، بينما تم تسجيل حوالي ٣١ ألف مستثمر فرد جديد خلال ٢٠١٠ مقارنة بحوالي ٣٧ ألف مستثمر فرد جديد خلال العام ٢٠٠٩، بينما

١- التقرير السنوي لصندوق النقد العربي، ٢٠٠٩.

٢- التقرير السنوي للبورصة المصرية، إدارة البحوث وتنمية الأسواق، ٢٠٠٩.

ارتفعت عدد المؤسسات العربية بنحو ٧١%. كما ارتفع عدد المؤسسات المصرية بنحو ١٢٩%، حيث تم تكويد ١١٦٨ مؤسسة مصرية خلال العام.

وعلى مستوى المستثمرين الأفراد، فقد كانت أكبر نسبة زيادة من نصيب الأجانب غير العرب الذين سجلوا ارتفاعًا بنحو ٢٨٨%، حيث تم تسجيل ما يزيد عن ١٣٠٠ مستثمر أجنبي خلال ٢٠١٠ مقارنة بنحو ٣٤٢ مستثمر أجنبي تم تسجيلهم العام ٢٠٠٩.

وقد تفوقوا في ذلك على نسبة نمو المستثمرين الأفراد العرب الذين سجلوا ارتفاعا بنحو ٦٥% تقريبا خلال ٢٠١٠، بينما سجل المستثمرون المصريون انخفاضًا قدره ٢١% تقريبا حيث تم تسجيل ما يزيد عن ٢٨ ألف مستثمر مصري خلال ٢٠١٠[١].

وأما في العام ٢٠١١ مر الاقتصاد المصري بمجموعة من الظروف الصعبة، ومع ذلك فقد واصل جذب مستثمرين جدد للسوق، حيث شهد العام تسجيل ما يزيد عن ٣٦ ألف مستثمر جديد في ٢٠١١ مقارنة بنحو ٣٥ ألف مستثمر في ٢٠١٠، ويرجع زيادة أعداد المستثمرين الجدد في جانب منها إلى حملات الترويج التي دعت إلى جذب الاستثمارات إلى السوق المصري، ليرتفع عدد المستثمرين الأفراد الجدد بحوالي ١٢% ليصل إلى نحو ٣٥ ألف مستثمر فرد جديد خلال ٢٠١١ مقارنة بحوالي ٣١ ألف مستثمر فرد جديد خلال العام ٢٠١٠. كما استغلت عدد من المؤسسات تراجع السوق ودخلت إلى السوق المصري لاقتناص الفرصة وان كان بالطبع بمقدار أقل من العام السابق، حيث تم تسجيل ١٤٥١ مستثمر مؤسسي جديد خلال ٢٠١١ غالبيتهم مؤسسات أجنبية (٧٥%)[٢].

وفي العام ٢٠١٢ واصل السوق المصري جذب المستثمرين الجدد وإن كان بمعدلات أقل من العام الماضي، حيث شهد العام تسجيل حوالي ٢٢ ألف مستثمر جديد مقارنة بنحو ٣٦ ألف مستثمر في العام ٢٠١١، وهو ما يعود إلى الظروف الاقتصادية الصعبة والمفاهيم المغلوطة عن البورصة والتي تحد من دخول المستثمرين الجدد إلى السوق. أما على مستوى المؤسسات فكان الوضع أفضل نسبيًا حيث زاد عددها بنفس مقدار العام الماضي، وكان أغلبية المؤسسات التي دخلت حديثًا إلى السوق المصري هي مؤسسات أجنبية (٧١%) تليها المؤسسات المصرية (٢٢%) وأخيرا المؤسسات العربية (٧%)[٣].

---

١- التقرير السنوي للبورصة المصرية، إدارة البحوث وتنمية الأسواق، ٢٠١٠.

٢- التقرير السنوي للبورصة المصرية، إدارة البحوث وتنمية الأسواق، ٢٠١٠.

٣- التقرير السنوي للبورصة المصرية، البورصة المصرية، ٢٠١٢.

وفي العام ٢٠١٣ واصل السوق المصري جذب المستثمرين الجدد حيث شهد العام تسجيل ما يزيد عن ١٦ ألف مستثمر جديد مقارنة بنحو ٢٢ ألف مستثمر في ٢٠١٢، وهو ما يعود إلى الظروف الاقتصادية الصعبة والمفاهيم المغلوطة عن البورصة والتي تحد من دخول المستثمرين الجدد إلى السوق رغم جهود البورصة الترويجية في هذا الشأن، أما على مستوى المؤسسات فقد دخل إلى السوق أكثر من ١٢٠٠ مؤسسة للاستثمار لأول مرة، وكان أغلبية المؤسسات التي دخلت حديثاً إلى السوق المصري هي مؤسسات أجنبية وذلك بنسبة ٧٤%.

وقد تقاسم الأفراد والمؤسسات التعاملات تقريباً في السوق المصري خلال عام ٢٠١٣ حيث استحوذ الأفراد على ٥١% من إجمالي التعاملات في السوق مقابل ٤٩% للمؤسسات وهى نفس النسبة المحققة خلال العام الماضي تقريبا، وقد اتجهت المؤسسات للشراء حيث بلغت صافى تعاملاتهم شراء بنحو ٩٥٠ مليون جنيه خلال عام ٢٠١٣ وذلك مقارنة بصافي بيع قدره ١,٥ مليار جنيه خلال عام ٢٠١٢ وذلك بعد استبعاد الصفقات. واستحوذ الأجانب على ما يزيد عن ٢٠% من إجمالي التعاملات في السوق خلال العام الحالي حيث استحوذ المستثمرون الأجانب غير العرب على نحو ١٤% من إجمالي التعاملات في البورصة بينما استحوذ العرب على ٦% من تعاملات السوق وذلك بعد استبعاد الصفقات، وقد تراجع صافى مبيعات الأجانب غير العرب خلال العام حيث انخفض من صافى بيع ٣,٦ مليار جنيه العام الماضي إلى ٢ مليار جنيه خلال العام الحالي، بينما سجل العرب صافى بيع بسيط بلغ ٨٠ مليون جنيه تقريباً خلال العام مقارنة بصافي شراء بنحو ١,٦ مليار جنيه خلال العام الماضي وذلك بعد استبعاد الصفقات[1].

وخلال الربع الأول من العام ٢٠١٤ سجلت تعاملات المصريين نسبة ٨٦,٢٩% من إجمالي تعاملات السوق، بينما استحوذ الأجانب غير العرب على ٦,٩٨% والعرب على ٦,٧٣% بعد استبعاد الصفقات، وسجل الأجانب غير العرب صافي بيع بقيمة ٢٧,٣٨ مليون جنيه خلال الثلاثة شهور، بينما سجل العرب صافي شراء بقيمة ٧٣٦,٨٠ مليون جنيه، وذلك بعد استبعاد الصفقات. والجدير بالذكر أن صافي تعاملات الأجانب غير العرب قد سجلت صافي بيع قدره ٢٧,٣٨ مليون جنيه منذ بداية العام، بينما سجل العرب صافي شراء قدره ٧٣٦,٨٠ مليون جنيه خلال نفس الفترة، وذلك بعد استبعاد الصفقات. واستحوذت المؤسسات على ٣٩,٩١% من المعاملات في البورصة وكانت باقي المعاملات من

١- التقرير السنوي للبورصة المصرية، البورصة المصرية، ٢٠١٣.

نصيب الأفراد بنسبة ٦٠,٠٩%، وقد سجلت المؤسسات صافي بيع بقيمة ٥٩,٤٠ مليون جنيه خلال الثلاثة شهور، وذلك بعد استبعاد الصفقات[1].

جدول رقم (٤)

تطور إعداد المستثمرين الجدد المسجلين بالسوق المصري خلال الأعوام (٢٠٠٩ - مارس ٢٠١٤)[٢](*)

| السنة | 2009 | | 2010 | | 2011 | | 2012 | | 2013 | | مارس 2014 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| الجنسية | أفراد | مؤسسات | أفراد | مؤسسك | أفراد | مؤسسات | أفراد | مؤسسات | أفراد | مؤسسك | أفراد | مؤسسك |
| مصريين | 35,421 | 511 | 28,019 | 1,168 | 33,301 | 268 | 197 | 14.451 | 313 | 242 | 92.4 | 77 |
| العرب | 913 | 93 | 1,508 | 159 | 793 | 93 | 638 | 463 | 104 | 75 | 6.92 | 16.57 |
| أجانب | 342 | 1,050 | 1,328 | 2,581 | 507 | 1,090 | 357 | 192 | 1.4 | 884 | 0.62 | 6.43 |
| الإجمالي | 36,676 | 1654 | 30,855 | 3,910 | 34,601 | 1,451 | 20,764 | 15.106 | 1,458 | 1,201 | 99.94 | 100 |

(*) تم إعداد الجدول بتصرف من الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية للبورصة المصرية.

١- تقرير ربع سنوي، مركز معلومات البورصة المصرية، ٢٠١٤.

٢- اعداد الجدول بتصرف من الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية للبورصة المصرية.

المبحث الثالث: تقييم أداء البورصة المصرية في ضوء الاحداث السياسية (٢٠١٣ - ٢٠١٤)

واجه السوق المصري العديد من التحديات خلال العام ٢٠١٣ نتيجة التطورات فى المشهد السياسى وانعكاساتها على الأداء الاقتصادى، وبالرغم من ذلك يواصل السوق المصري للعام الثانى على التوالى اثبات كونه الحصان الرابح مقارنة بوسائل الاستثمار الأخرى، حيث استطاع السوق المصرى بأن ينمو بما يزيد عن ٢٤% خلال العام ٢٠١٣، وبما يقرب من ٤٣% منذ ٣٠ يونيو ٢٠١٣، وهذا الأداء القياسى يجعل السوق محققاً عائداً تراكمياً يزيد عن ٨٧% خلال العامين الأخيرين فقط. وقد نجح السوق فى نهاية العام للمرة الأولى فى تجاوز مستوياته السابقة فى يناير ٢٠١١ سواء من حيث مؤشرات الأسعار أو من حيث رأس المال السوقى الذى ربح ما يزيد عن ٥١ مليار جنيه خلال العام الحالى وحدها.

هذا الأداء الملفت للانتباه جعل السوق يحتل مرتبة متقدمة على مستوى كافة الأسواق الناشئة، حيث جاء فى المرتبة الثانية وفقاً لمؤشرات مؤسسة مورجان ستانلى خلال ٢٠١٣ والأول على مستوى الأسواق الناشئة خلال العامين الأخيرين.

وعلى جانب السيولة فقد حافظت البورصة على معدلات تداول تقترب من معدلات العام السابق عليه وتزيد عن مستويات عام ٢٠١١، حيث بلغت حجم المعاملات فى السوق نحو ٢٩ مليار ورقة مالية بقيمة تجاوزت ١٦١ مليار جنيه وبعدد عمليات تجاوز حاجز ٤,٧مليون عملية. يأتى ذلك بالرغم من الصعوبات التى يواجهها الاقتصاد على المدى القصير انتظاراً لانتهاء المرحلة الانتقالية، حيث استقر معدل النمو عند مستوى٢,١ % للعام المالى ٢٠١٢/٢٠١٣ مع ضغوط تضخمية تجاوزت حاجز ١٠% وارتفاع فى سعر صرف الدولار إلى ما يزيد عن٦,٩٣ جنيه في نهاية ٢٠١٣ ومصاحبة ذلك لارتفاع ملحوظ فى عجز الموازن. لكن تظل التوقعات متفائلة بالنسبة لمستقبل الاقتصاد على المدى المتوسط والطويل بعد استقرار الأوضاع السياسية.

وبالرغم من التحديات التى تواجه البورصة فقد واصلت دورها الأساسى فى دعم الاقتصاد المصري من خلال توفير التمويل اللازم للشركات لمساعدتها على التوسع والنمو وتوفير المزيد من فرص العمل، حيث تم خلال العام ٢٠١٣ قيد ٩ شركات جديدة وتمت زيادة رؤوس أموال ٢٤ شركة بحوالي ٥ مليار جنيه وهو أربعة أضعاف رؤوس الأموال التى تمت زيادتها خلال العام ٢٠١٢. وترسيخاً لمبادئ العمل المؤسسى ورغبة فى تحقيق أكبر قدر من التطوير للسوق المصرى خلال السنوات القادمة، فقد أطلقت البورصة المصرية استراتيجية جديدة للفترة ٢٠١٣ – ٢٠١٧ تستهدف وضع برنامج واقعى وطموح للتحرك بالسوق المصري من دائرة

الأسواق التقليدية إلى دائرة الأسواق العصرية الحديثة وتدعيم مكانة السوق كأحد أهم الأسواق الناشئة مع زيادة حجم المشاركة فى عملية التنمية الاقتصادية.

وترتكز الاستراتيجية في أولى محاورها على تدعيم البنية التشريعية والتنظيمية للسوق بينما يركز المحور الثانى على تطوير منظومة التداول وزيادة كفاءتها أما المحور الثالث فيركز على تطوير البنية المعلوماتية والتكنولوجية، فيما يقوم المحور الرابع على الترويج والتوعية المجتمعية، أما المحورين الخامس والسادس فيعتمدان على تعميق دور البورصة فى التنمية الاقتصادية والاجتماعية وتعزيز مكانتها على المستوى الدولي.

أولاً: مجهودات لتطوير وتحسين بيئة التداول

واصلت إدارة البورصة جهودها خلال العام لتحسين وتطوير بيئة التداول بما يستهدف تحقيق أعلى مستويات الكفاءة والفاعلية لكافة أطراف السوق، وقد شهد العام العديد من التطورات الهامة ربما يأتى فى مقدمتها ضمان استمرار التداول بلا أى توقف بالرغم من كل التقلبات التى شهدها العام. ومن جانب أخر فقد قاربت البورصة على إنهاء ملف صناديق المؤشرات بالتعاون مع الأطراف ذات الصلة تمهيداً لاطلاق هذه الأداة الهامة فى السوق. كما شهد العام إعادة آلية الشراء والبيع فى ذات الجلسة والتى كانت قد توقفت منذ قيام ثورة ٢٥ يناير، ولكن بعد إدخال بعض التعديلات عليها لتحقيق المزيد من الفاعلية للمستثمرين، حيث أصبح من حق المستثمرين شراء جزء أو كل الكمية المباعة من أرصدة العميل في ذات جلسة التداول، بجانب بيع كل أو جزء من الكمية التي تم شراؤها في ذات الجلسة.

كما انتهجت البورصة منهجاً جديداً هذا العام لتحسين مستويات السيولة فى السوق وذلك من خلال تنظيم لقاءات دورية مباشرة بين مديري صناديق الاستثمار ومسئولي علاقات المستثمرين بالشركات المقيدة وذلك لاستعراض خطط الشركات خلال الفترات القادمة بما يتيح صورة أفضل لمجتمع المستثمرين عن أداء تلك الشركات. ومع التطورات المتلاحقة فى أسواق المال فى العالم والاتجاه العالمى نحو إعطاء البورصات مزيداً من الذاتية فى التنظيم بما يسمح بتحقيق أكبر قدر من الكفاءة والفاعلية، فقد بدأ هذا العام التنسيق مع الهيئة العامة للرقابة المالية للنظر فى زيادة دور البورصة الرقابى والتنظيمى بهدف التحول تدريجياً إلى ذاتية التنظيم وبما يسمح للسوق المصرى بالتوافق مع المعايير الدولية فى هذا الشأن.

ثانياً: تطوير جوهرى لسوق السندات

من جانب أخر فقد توجت جهود البورصة لتفعيل سوق السندات بالاتفاق الذى تم مع وزارة المالية والبنك المركزى والمتعاملين الرئيسين والذى سوف يسمح بتخصيص نسبة

من طروحات سندات الخزانة الحكومية للأفراد بحيث يتم التعامل عليها بواسطة شركات الوساطة، وهو ما سوف يسمح بتحقيق طفرة فى أداء سوق السندات خلال الفترة المقبلة. كما استهدفت إدارة البورصة تطوير سوق خارج المقصورة حيث اطلقت فى مطلع العام مجموعة من الضوابط الخاصة بتنظيم وتبسيط إجراءات نقل الملكية بالسوق، وهو مكان له أبلغ الأثر في إنهاء كافة المشاكل المتعلقة بعمليات نقل الملكية فى ٢٠١٣ مع التركيز على إنهاء الملفات المعلقة من السنوات السابقة، حيث تم إنجاز نسبة كبيرة منها.

كما تقوم إدارة البورصة حاليا بدراسة امكانية وضع إجراءات تنفيذية تسمح بتنفيذ عمليات نقل الملكية آليا من خلال شركات السمسرة الأعضاء بالبورصة مباشرة على أن يتم الإعلان عن تنفيذ تلك العمليات من خلال البورصة.

ثالثاً: تحسين مستويات الافصاح والشفافية

من المحاور الهامة التى أولتها البورصة اهتمامها خلال العام هو استمرار العمل على تطوير وتحسين منظومة الافصاح، حيث تم إطلاق نموذج افصاحى شهرى جديد عن الشركات المقيدة يتضمن توفير عدد من المعلومات والبيانات عن السهم بصورة شهرية وبما يهدف لزيادة جودة المعلومات المقدمة للمستثمرين. من جانب أخر فقد اطلقت البورصة المصرية نسخة مطورة لموقعها الالكترونى على شبكة الانترنت والذى يضمن توفير المزيد من الاتاحة المعلوماتية فيما يتعلق بعرض البيانات لحظياً دون تغيير بالإضافة إلى تطوير آلية نشر الأخبار الجوهرية على الموقع فى وقت مقارب لتوقيت نشره على شاشات التداول وبما يسمح بتحقيق أكبر قدر من العدالة بين المستثمرين.

رابعاً: تطور اداء بورصة النيل[١].

يعد العام ٢٠١٣ هو العام الذهبى لبورصة النيل، حيث حققت بورصة الشركات المتوسطة والصغيرة انطلاقة حقيقية خلال العام، حيث تضاعفت أحجام التعاملات في بورصة النيل إلي ما يقرب من ٢٥٤مليون ورقة مالية مقارنة بنحو ٨١ مليون ورقة مالية في ٢٠١٢. كما ارتفعت قيمة التداول إلي نحو ٧٤٨ مليون جنيه مصري مقارنة بحوالي ٢٤٧ مليون جنيه في ٢٠١٢، وكان لقرار البورصة بزيادة عدد ساعات التداول إلى ٤ ساعات يوميا على غرار السوق الرئيسي أثراً في تعزيز مستويات النشاط فى السوق.

---

١- راجع التقرير السنوي لتطور أداء البورصة المصرية، القاهرة، المطبوعات الحكومية، ٢٠١٤.

كما تم قيد ٥ شركات جديدة من قطاعات مختلفة في بورصة النيل خلال العام الحالي ليرتفع عدد الشركات إلى ٢٤ شركة، وكان العام قد شهد طرح أسهم شركتين هذا العام وقد تمت تغطية الطرحين بنسب تتراوح ما بين ٥٥ مرة إلى ٦٧ مرة وهو رقم قياسى يعكس بشكل كبير ارتفاع نسب السيولة المتاحة للاستثمار فى شركات بورصة النيل. ونتيجة لجهود الترويج المتواصلة للفرص الواعدة التى يتمتع بها السوق المصرى والتوجه لزيادة قاعدة المستثمرين، فقد بدأت أكثر من ١٢٠٠مؤسسة جديدة فى الاستثمار فى السوق المصرى وما يقرب من ثلاثة أرباع هذه المؤسسات هى مؤسسات أجنبية تدخل السوق المصرى لأول مرة.

من جانب أخر فقد كثفت البورصة من مجهودات الترويج للقيد حيث تم عقد أكثر من ٣٠ لقاء مع الشركات الواعدة فى مختلف المحافظات لحث الشركات على الاستفادة من الفرص التمويلية المتاحة داخل السوق المصرى وبما يساعد على رفع كفاءة وتنافسية تلك الشركات وزيادة قدرتها على النمو والتوسع، وتخطط البورصة للتوسع في برامج استهداف الشركات خلال ٢٠١٤ والعمل على جذب شركات كبرى لزيادة عمق السوق.

كما واصلت إدارة البورصة سياسات التقارب مع مجتمع الاستثمار، حيث واصلت الالتقاء بعدد من جمعيات المستثمرين وذلك بهدف التواصل مع كافة أطراف السوق وبحث سبل تطوير صناعة سوق المال في مصر والتغلب على المعوقات التى تواجهها، وقد اتخذت تلك اللقاءات. وفى إطار أخر وعلى محور رفع مستوى الوعى المجتمعى بأهمية الاستثمار فى البورصة، فقد واصلت البورصة المصرية حملات التوعية فى مختلف المحافظات بفرص الاستثمار المتاحة ودور البورصة الحقيقى كسوق لدعم الاقتصاد وليس للتداول فقط. كما قدمت البورصة المصرية برنامجاً تدريبياً للسادة الاعلاميين يستهدف تعزيز مهارات الصحفيين في قراءة البيانات المالية للشركات، وذلك بالتعاون مع المعهد الدولي للمحللين الماليين المعتمدين. CFA كما شاركت البورصة المصرية فى فعاليات المبادرة العالمية لنشر الثقافة المالية وقامت بتقديم دورات تدريبية لطلاب المدارس والجامعات بهدف غرس ثقافة الاستثمار فى البورصة فى الشباب، وتسعى البورصة بشكل جاد خلال الفترة القادمة لزيادة حملاتها الترويجية لتصحيح المفاهيم الخاطئة عن البورصة وإبراز الفرص الاستثمارية التى تتحقق بالفعل داخل السوق[1].

---

١- التقرير السنوي لتطور أداء البورصة المصرية، مرجع سابق، ص٧.

شهدت بورصة النيل ارتفاعاً كبيراً في أحجام التداولات خلال عام٢٠١٣ مقارنة بالعام السابق، حيث ارتفع حجم التداول بأكثر من الثلاثة أضعاف ليصل إلى حوالي ٢٥٤ مليون ورقة كما ارتفعت قيمة التداول لتصل إلى ٧٤٨ مليون جنيه مقارنة بنحو ٢٤٧ مليون جنيه فى العام ٢٠١٢، كما ارتفع عدد الشركات المقيدة فى بورصة النيل ليصل إلى ٢٤ شركة مقيدة فى نهاية العام ٢٠١٤.

شكل رقم (٢)

الأسهم التي تم تداولها في بورصة النيل خلال ٢٠١٣[١].

| اسم الورقة (أسهم فقط) | حجم التداول (بالمليون ورقة) | قيمة التداول (بالمليون جنيه) | رأس المال السوقى 31 ديسمبر 2013 (مليون جنيه) | سعر الإغلاق فى 31 ديسمبر 2013 (بالجنيه) |
|---|---|---|---|---|
| المؤشر للبرمجيات ونشر المعلومات | 56.17 | 70.13 | 15.68 | 1.58 |
| يونيفرت للصناعات الغذائية | 52.73 | 73.71 | 141.25 | 2.37 |
| مرسيليا المصرية الخليجية للاستثمار العقارى | 35.54 | 112.20 | 116.00 | 2.90 |
| بى اى جى للتجارة والاستثمار | 25.05 | 83.57 | 35.60 | 3.56 |
| بورسعيد للتنمية الزراعية والمقاولات | 22.98 | 72.93 | 12.44 | 3.11 |
| الدولية للصناعات الطبية ايكمي | 13.49 | 58.83 | 17.24 | 4.31 |
| الفنار للمقاولات العمومية والإنشاءات والتجارة والاستيراد | 10.26 | 33.50 | 36.40 | 4.55 |
| المصرية الكويتية للاستثمار والتجارة | 6.89 | 17.14 | 56.40 | 2.82 |
| الاخوة المتضامنين للإستثمار العقاري والأمن الغذائي | 6.18 | 20.80 | 13.32 | 3.33 |
| البدر للبلاستيك | 5.96 | 45.59 | 20.35 | 7.98 |
| الاولي للاستثمار والتنمية العقارية | 4.73 | 17.09 | 20.55 | 4.11 |
| المصرية لنظم التعليم الحديثة | 4.51 | 40.57 | 136.16 | 15.31 |
| يوتوبيا للاستثمار العقارى والسياحى | 3.60 | 32.04 | 27.72 | 9.24 |
| انترناشيونال بزنيس كوربوريشن للتجارة والتوكيلات التجارية | 3.39 | 39.25 | 55.16 | 13.79 |
| مصر انتركونتنتال لصناعة الجرانيت والرخام (ايجى ستون) | 1.68 | 10.23 | 54.84 | 6.34 |
| فاروتك لانظمة التحكم والاتصالات | 0.38 | 16.98 | 39.54 | 39.54 |
| فرتيكا للبرمجيات | 0.14 | 0.92 | 12.02 | 10.22 |
| اميكو ميديكال للصناعات الطبية | 0.14 | 2.03 | 49.50 | 15.00 |
| ريفا فارما | 0.004 | 0.19 | 109.28 | 7.00 |
| الدولية للأسمدة والكيماويات | 0.001 | 0.01 | 107.60 | 10.76 |
| المصرية للبطاقات | 0.0005 | 0.02 | 95.11 | 44.05 |

١- تقرير البورصة المصرية، نظرة على أداء البورصة المصرية عام ٢٠١٣، القاهرة، مطابع البنك المركزي المصري، ٢٠١٤، ص ٥.

خامساً: تقييم أداء المؤشرات الرئيسة

يمكن التعرض لمدى تطور / تدني المؤشرات الرئيسة للبورصة المصرية في ضوء الاحداث السياسية التي مرت بها مصر خلال العام ٢٠١٤/٢٠١٣ من خلال المحاور التالية:

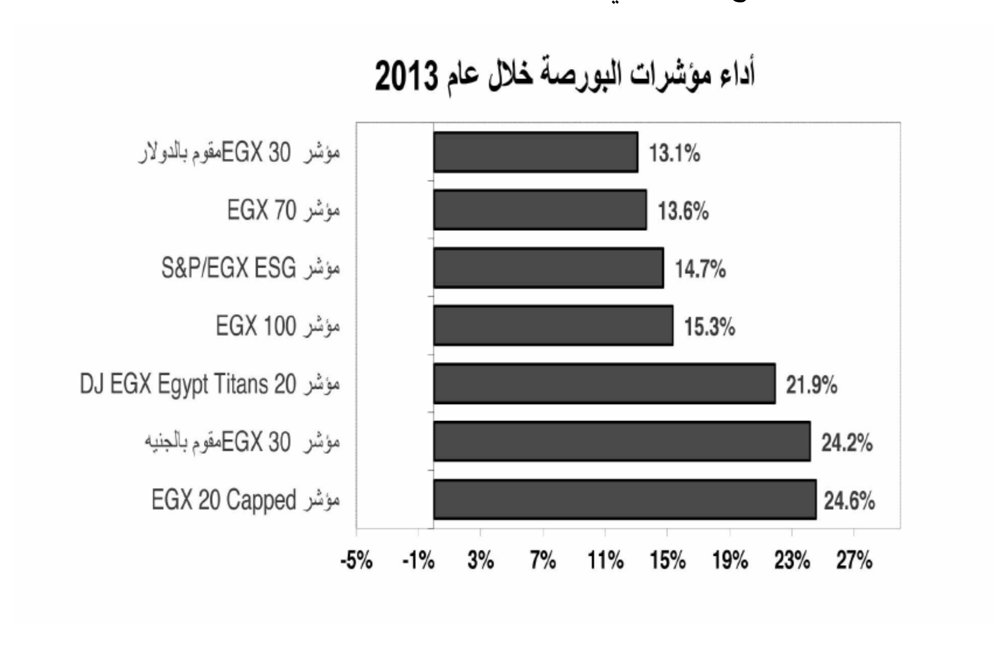
١- تطور مؤشرات السوق

سجل السوق المصري ارتفاعات جيدة خلال عام ٢٠١٣، حيث اتجهت كافة مؤشرات البورصة للارتفاع وفى مقدمتها مؤشر EGX ٣٠والذى ارتفع بنحو ٢٤% أما على مستوى الأسهم المتوسطة فقد ارتفع مؤشرى EGXV٠ و EGX١٠٠بحوالي ١٤و١٥% على التوالي. وبالنظر إلى تسلسل الأحداث ومدى تأثيرها على السوق المصرى، فقد بدأ السوق العام بتراجع غلب على تعاملات النصف الأول من العام حيث تراجع المؤشر الرئيسى للسوق بنحو ١٣% خلال النصف الأول من العام، حيث تسارعت وتيرة الانخفاض خلال الشهرين الاخيرين من النصف الأول ليبلغ المؤشر مستوى ٤٥٠٠ تقريبا وهو أقل مستوى له.

وعلى مدار عام كامل. ومع بداية النصف الثانى من العام اتخذ السوق اتجاهاً صعودياً قياسياً بالرغم من الأحداث حيث سجل المؤشر الرئيسى للسوق ارتفاعاً بنحو ٤٣% خلال النصف الثانى من العام ليغلق تعاملات العام على ارتفاع بلغ ٢٤% وليتجاوز المؤشر للمرة الأولى مستوياته فى ثورة يناير ٢٠١١.

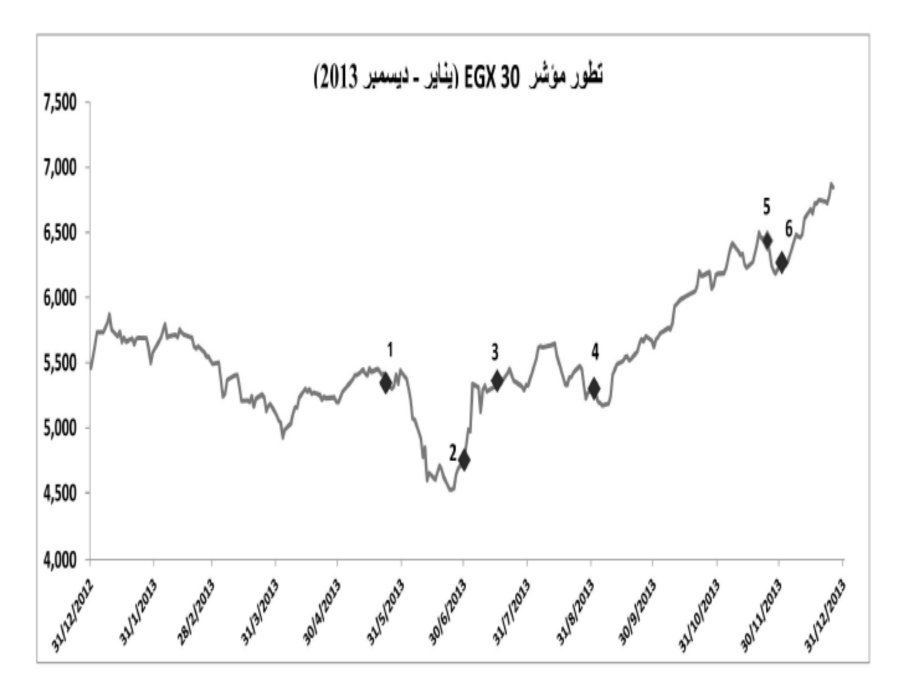
شكل رقم (٣)

كما يوضح الشكل التالي تطور مؤشر EGX٣٠ (يناير - ديسمبر٢٠١٣)



شكل رقم (٤)

تطور مؤشر EGX٣٠ (يناير – ديسمبر٢٠١٣)




١. **مايو....** إعادة العمل بآلية التعامل على الأسهم فى ذات الجلسة
٢. **يونيو....** ٣٠ يونيو
٣. **يوليو....** اختيار الحكومة الجديدة
٤. **سبتمبر....**تشكيل لجنة تعديل الدستور المصري
٥. **نوفمبر....** مؤسسة ستاندرد اند بورز ترفع تصنيفها الائتماني لمصر
٦. **نوفمبر....** الانتهاء من الدستور تمهيدا للاستفتاء عليه

٢- تطور مؤشرات القطاعات

سجلت كافة القطاعات المتداولة في البورصة ارتفاعاً خلال تعاملات عام ٢٠١٣ ماعدا قطاع الخدمات المالية باستثناء البنوك، وكان أكثر القطاعات ارتفاعاً خلال العام قطاع الأغذية والمشروبات وذلك بارتفاع بلغ ٧٨%، تلاه قطاع الموارد الأساسية في المركز الثاني محققاً نمو بلغ %٤٥، أما المرتبة الثالثة فكانت من نصيب قطاع البنوك الذي سجل ارتفاعاً بنحو ٣٣%. وتلي ذلك قطاع الكيماويات الذي سجل ارتفاعاً يزيد عن ٢٦%، كما سجل قطاع العقارات ارتفاعاً احتل به المركز الخامس بنحو ٢٦% خلال العام. وقد احتل القطاع المرتبة الثالثة من حيث كمية التداول محققاً نحو ٥,٦ مليار ورقة مالية بقيمة تزيد عن ١٩ مليار جنيه[١].

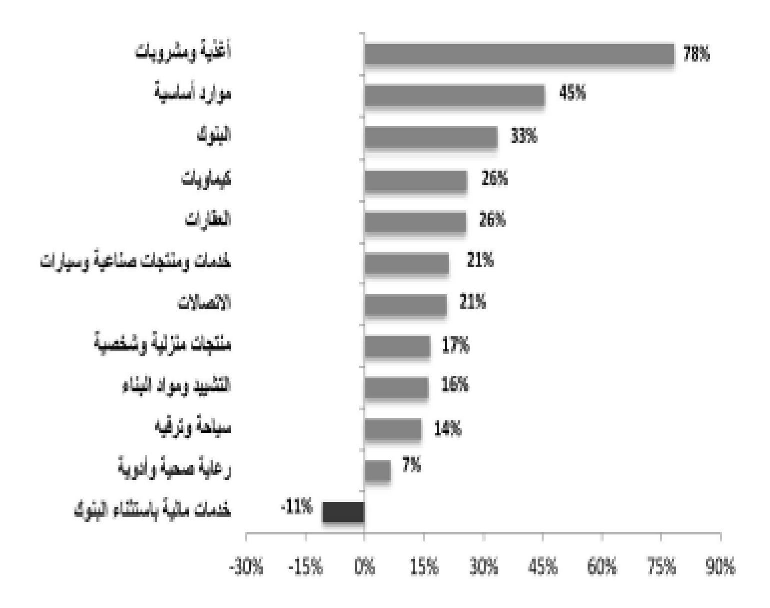
١- تم الإعتماد على التقارير السنوية لمؤشرات أداء البورصة المصرية في العامين ٢٠١٢ و٢٠١٣.

ثم يليه قطاع خدمات ومنتجات صناعية وسيارات مسجلاً ارتفاعاً يزيد عن ٢١%، تلى ذلك قطاع الاتصالات بارتفاع قدره ٢١%. وقد احتل قطاع الاتصالات المرتبة الاولى من حيث كمية التداول محققاً ٧,5 مليار ورقة مالية بقيمة ١٠,٨ مليار جنيه. كما حقق قطاع منتجات المنزلية والشخصية ارتفاعاُ قدره ١٧% وقد جاء قطاع المنتجات المنزلية والشخصية فى المرتبة الخامسة من حيث كمية التداول محققاً نحو ١,٦ مليار ورقة مالية بقيمة ٦مليار جنيه. وتلى ذلك قطاع التشييد ومواد البناء والذى سجل ارتفاعاً بنحو ١٦% وقد جاء فى المرتبة الرابعة من حيث كمية التداول محققاً نحو ١,٦ مليار ورقة بقيمة ٢٠ مليار جنيه. ثم جاء بعد ذلك قطاع السياحة والترفيه الذي سجل ارتفاع بنحو %١٤، كما حقق قطاع الرعاية الصحية والأدوية ارتفاعاُ قدره ٧%.

أما قطاع خدمات مالية باستثناء البنوك فكان القطاع الوحيد الذي سجل انخفاضاً لهذا العام حيث سجل تراجعاً بنحو ١١% والجدير بالذكر إن هذا القطاع سجل المركز الثاني من حيث كمية التداول محققاً ٦,٢ مليار ورقة مالية بقيمة ١٥,٦ مليار جنيه.

شكل رقم (٥)

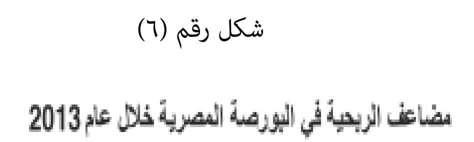


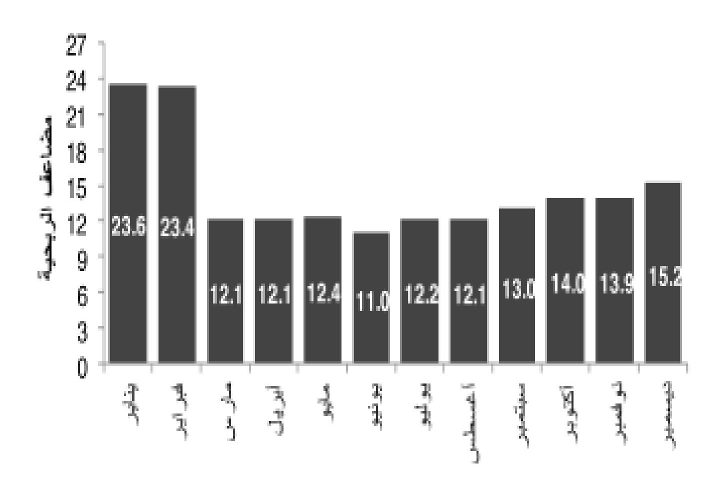



٣- مضاعف الربحية والعائد على الكوبون

سجلت البورصة المصرية مضاعف ربحية بلغ نحو ١٥,٢ مرة فى نهاية العام ٢٠١٣ مقارنة بنحو ٢٣,٦ مرة فى بداية. ٢٠١٣ كما سجلت معدل عائد على الكوبون قدره٦,٥ % فى نهاية العام الحالى مقارنة بنحو٨,٧% فى بداية العام، ويوضح الشكلين التاليين تطور مضاعف الربحية والعائد على الكوبون فى البورصة المصرية خلال عام[١]، ٢٠١٣.

شكل رقم (٦)




٤- تطور أعداد المستثمرين المسجلين فى السوق المصرى خلال عام ٢٠١٣

واصل السوق المصري جذب المستثمرين الجدد حيث شهد العام تسجيل ما يزيد عن ١٦ ألف مستثمر جديد مقارنة بنحو ٢٢ ألف مستثمر فى ٢٠١٢، وهو ما يعود إلى الظروف الاقتصادية الصعبة والمفاهيم المغلوطة عن البورصة والتى تحد من دخول المستثمرين الجدد إلى السوق رغم جهود البورصة الترويجية فى هذا الشأن أما على مستوى المؤسسات فقد دخل إلى السوق اكثر من ١٢٠٠مؤسسة للاستثمار لأول مرة، وكان أغلبية المؤسسات التي دخلت حديثاً إلى السوق المصري هي مؤسسات أجنبية وذلك بنسبة ٧٤%[٢].

---

١- راجع في تفصيل ذلك: احمد السيد النجار (محرر)، تقرير الاتجاهات الاقتصادية، القاهرة، جريدة الاهرام، مركز الدراسات السياسية والاستراتيجية، ٢٠١٣.

٢- للمزيد حول هذا الجانب يمكن الرجوع الى التقرير السنوي الصادر عن البنك الاهلي المصري لمؤشرات الاداء الاقتصادي.

شكل رقم (٧)

العملاء الجدد المسجلين بالبورصة المصرية خلال عام ٢٠١٣ مقارنة بعام ٢٠١٢

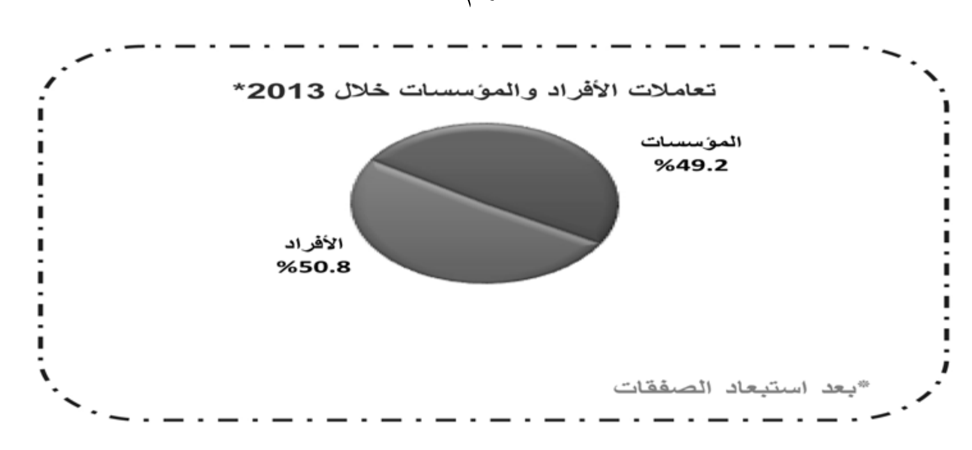
| إجمالي عدد المستثمرين الجدد المسجلين في البورصة خلال 2013 مقارنة بعام 2012 | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | أفراد | | مؤسسات | | المجموع | |
| | 2012 | 2013 | 2012 | 2013 | 2012 | 2013 |
| مصريين | 19,769 | 14.451 | 313 | 242 | 20,082 | 14,693 |
| عرب | 638 | 463 | 104 | 75 | 742 | 538 |
| أجانب | 357 | 192 | 1,041 | 884 | 1,398 | 1,076 |
| الإجمالي | 20,764 | 15.106 | 1,458 | 1,201 | 22,222 | 16,307 |

٥- تعاملات المستثمرين خلال عام ٢٠١٣

أ- تعاملات الأفراد والمؤسسات

تقاسم الأفراد والمؤسسات التعاملات تقريباً فى السوق المصرى خلال عام ٢٠١٣ حيث استحوذ الأفراد على ٥١% من إجمالي التعاملات فى السوق مقابل ٤٩% للمؤسسات وهى نفس النسبة المحققة خلال العام ٢٠١٢ تقريبا. وقد اتجهت المؤسسات للشراء حيث بلغت صافى تعاملاتهم شراء بنحو ٩٥٠ مليون جنيه خلال عام ٢٠١٣ وذلك مقارنة بصافى بيع قدره ١,٥ مليار جنيه خلال عام ٢٠١٢ وذلك بعد استبعاد الصفقات[١].

شكل رقم (٨)

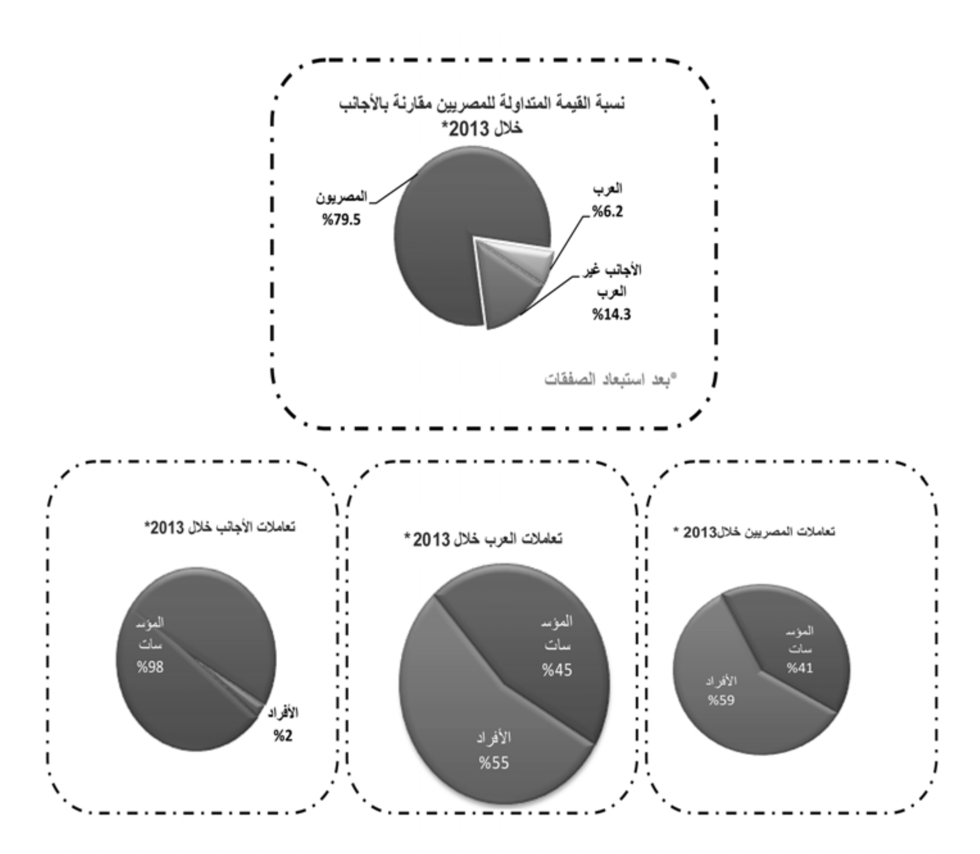



١- التقرير السنوي لأداء البورصة المصرية، مرجع سابق، ص١٨.

ب- تعاملات المصريين والأجانب

استحوذ الأجانب على ما يزيد عن ٢٠% من إجمالي التعاملات في السوق خلال العام الحالى، حيث استحوذ المستثمرون الأجانب غير العرب على نحو ١٤% من إجمالى التعاملات فى البورصة بينما استحوذ العرب على ٦% من تعاملات السوق وذلك بعد استبعاد الصفقات. وقد تراجع صافى مبيعات الأجانب غير العرب خلال العام حيث انخفض من صافى بيع ٣,٦ مليار جنيه العام ٢٠١٢ إلى ٢ مليار جنيه خلال العام ٢٠١٣. بينما سجل العرب صافى بيع بسيط بلغ٨٠ مليون جنيه تقريباً خلال العام مقارنة بصافى شراء بنحو ١,٦مليار جنيه خلال العام ٢٠١٢ وذلك بعد استبعاد الصفقات.

شكل رقم (٩)



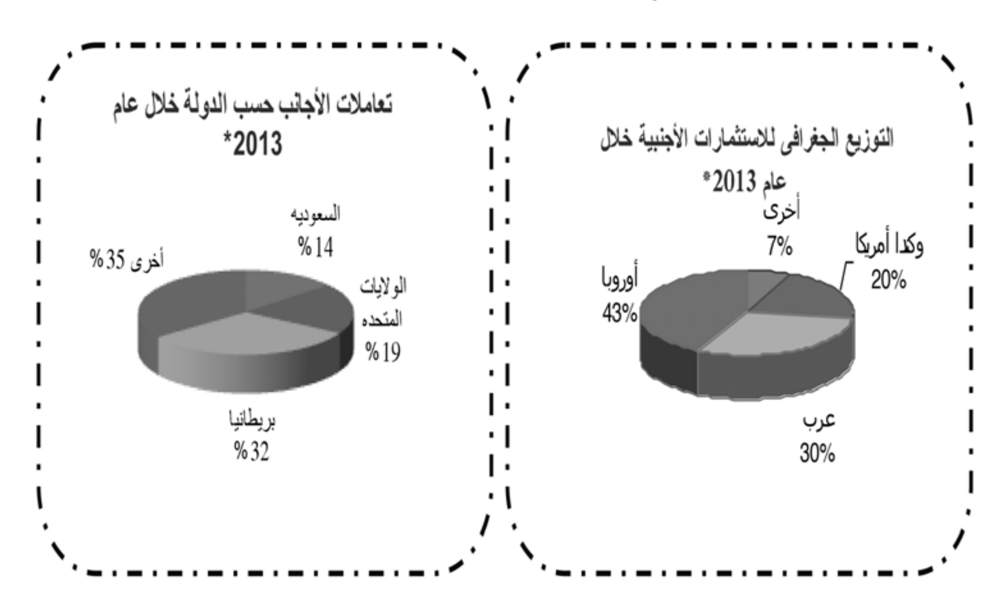

*بعد استبعاد الصفقات

وبالنظر إلى توزيع الاستثمارات الأجنبية الوافدة، فقد استحوذت أوروبا على النصيب الأكبر من تعاملات الأجانب في السوق المصري بنسبة ٤٣% من إجمالي الاستثمارات الأجنبية خلال عام ٢٠١٣بعد استبعاد الصفقات، بينما بلغ نصيب العرب نحو ٣٠% ثم أمريكا وكندا بنسبة ٢٠% من إجمالي الاستثمارات الأجنبية خلال العام ٢٠١٣.

وعلى مستوى الدول فقد استحوذت كل من بريطانيا وأمريكا على نحو ٣٢% و١٩% على التوالى من إجمالي تعاملات الأجانب خلال عام ٢٠١٣، تلتها السعودية بنصيب يصل إلى ١٤% من إجمالي تعاملات الأجانب بعد استبعاد الصفقات[١].

شكل رقم (١٠)

توزيع الاستثمارات الاجنبية بالبورصة المصرية




٦- تطور حركة زيادات رؤوس الأموال والاكتتابات

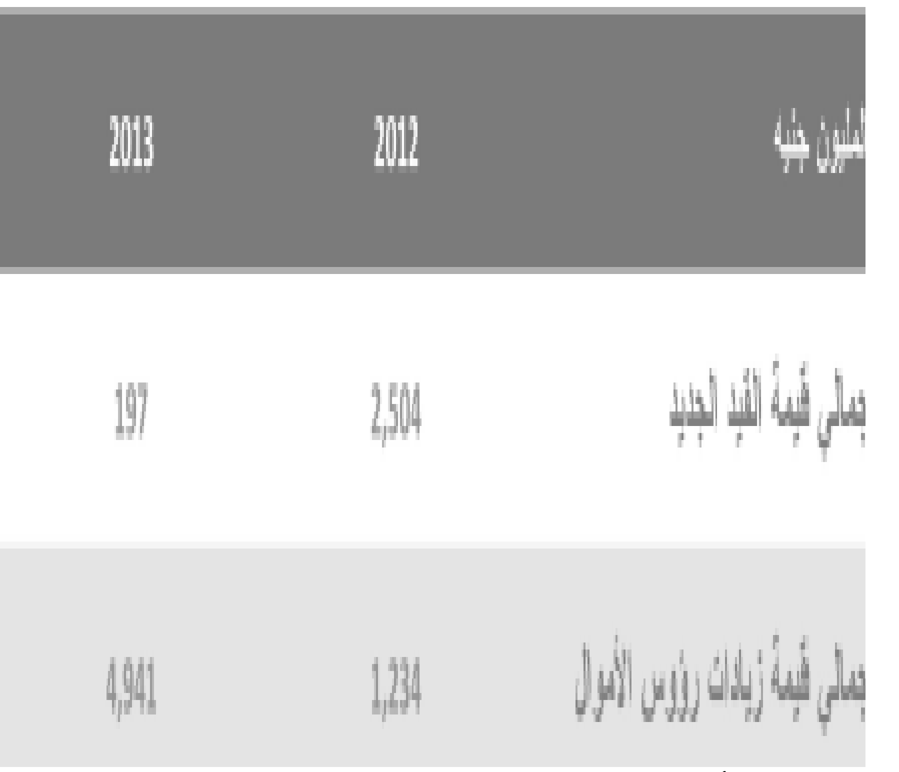
أ - القيد الجديد

تم قيد ٩ شركات جديدة فى عام ٢٠١٣ برأسمال قدره ١٩٧,١٩ مليون جنيه، وذلك مقارنة بنحو ١١ شركة جديدة تم قيدها العام ٢٠١٢ برأسمال قدره ٢,٥ مليار جنيه.

١- التقرير السنوي الصادر عن أداء الاقتصاد المصري خلال عام ٢٠١٣، البنك الاهلي المصري، مرجع سابق، ص.١٦ وما بعدها.

جدول رقم "٥"

القيد بالبورصة المصرية خلال عامي ٢٠١٢ و٢٠١٣



| مليون جنيه | 2012 | 2013 |
|---|---|---|
| جمالي قيمة القيد الجديد | 2,504 | 197 |
| جمالي قيمة زيادات رؤوس الأموال | 1,234 | 4,941 |

ب- زيادات رؤوس الأموال

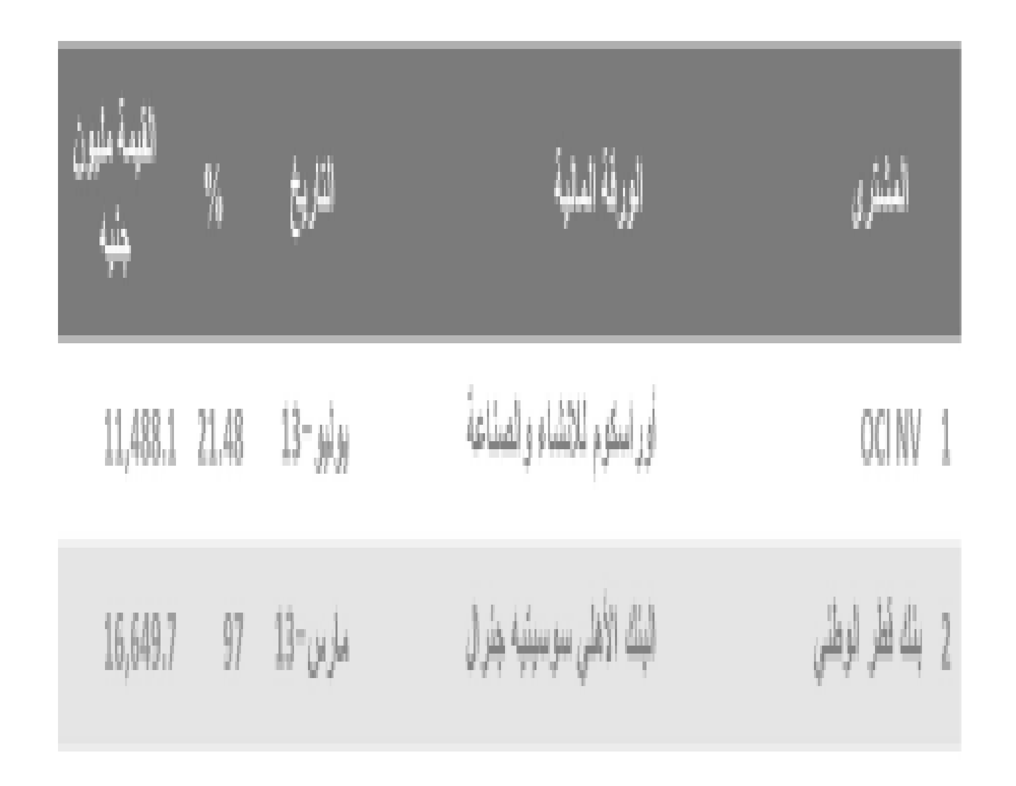
شهد عام ٢٠١٣ قيام ٢٤ شركة بزيادة رؤوس أموالها بقيمة تقدر بنحو ٤,٩ مليار جنيه، وذلك مقارنة بنحو ٢٢ شركة قامت بزيادة رؤوس أموالها بقيمة تقدر بنحو ١,٢ مليار جنيه في العام الماضي.

٧- أهم صفقات الاستحواذ التي تمت من خلال البورصة في ٢٠١٣

بلغ عدد صفقات الاستحواذ المنفذة خلال العام ٢٠١٣ صفقتان بقيمة ٢٨,١٤ مليار جنيه، مقابل ٤ صفقات بقيمة ١٩,٢ مليار جنيه مصري في ٢٠١٢. وهذان الصفقتان هما صفقة بيع ٢١,٨% من شركة أوراسكوم للانشاء والصناعة بقيمة ١١,٥ مليار جنيه تقريباً لشركة OCINV، تليها صفقة بيع ٩٧% من البنك الأهلي سوسيتيه جنرال بقيمة ١٦,٦ مليار جنيه لشركة بنك قطر الوطني.

جدول رقم (٦)

أهم صفقات الاستحواذ خلال عام ٢٠١٣



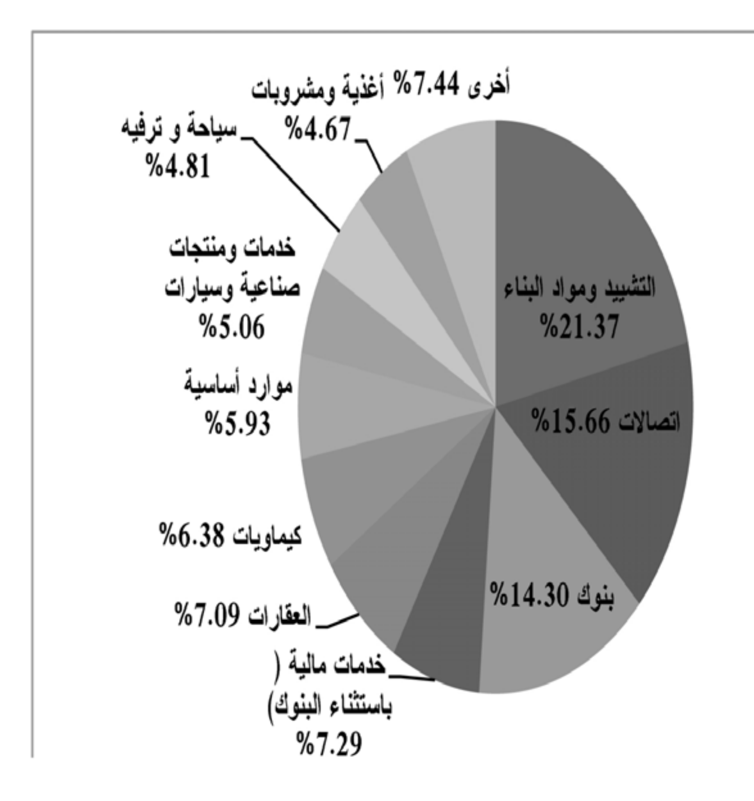
| | المشترى | الورقة المالية | التاريخ | % | القيمة مليون جنيه |
|---|---|---|---|---|---|
| 1 | OCI NV | أوراسكوم للانشاء والصناعة | يوليو-13 | 21.48 | 11,488.1 |
| 2 | بنك قطر الوطني | البنك الأهلي سوسيتيه جنرال | مارس-13 | 97 | 16,649.7 |

٨- رأس المال السوقى

سجل رأس المال السوقي ارتفاعاً خلال العام ٢٠١٣ حيث ارتفع إلى نحو ٤٢٧ مليار جنيه في نهاية العام ٢٠١٣، بارتفاع يزيد عن ٥١مليار جنيه عن العام ٢٠١٢ وبما يمثل زيادة قدرها حوالي ١٤% عن نهاية العام ٢٠١٢، وقد سجل رأس المال السوقي نحو ٢٤% من الناتج المحلى الإجمالى، كما هو موضح بالشكل التالي يوضح تطور رأس المال السوقي ونسبته من الناتج المحلي الإجمالي[1].

١- انخفض رأس المال السوقى للأسهم المقيدة فى السوق الرئيسى ليصل إلى ٢٩٤ مليار جنيه فى نهاية عام ٢٠١١ مقارنة بنحو ٤٨٨ مليار جنيه فى نهاية العام ٢٠١٢ بتراجع قدره % ٤٠ وبما يمثل حوالي ٢١% من الناتج المحلى الإجمالي.

شكل رقم (١١)




٩- السندات

شهد تعاملات سوق السندات انخفاضاً خلال عام ٢٠١٣ مقارنة بالعام الماضي، حيث سجلت اجماليات التداول نحو ٢٩ مليار جنيه مصري مقارنة بنحو ٣٨ مليار جنيه تم تحقيقها خلال العام ٢٠١٢. كما بلغ حجم التداول للسندات نحو ٢٨ مليون سند مقابل ٣٧ مليون سند خلال العام ٢٠١٢. وكالمعتاد فقد استحوذت السندات الحكومية التي يتم التداول عليها طبقاً لنظام المتعاملين الرئيسيين على غالبية قيمة وحجم التداول للسندات، أما عن سندات الشركات فقد حققت انخفاضاً فى احجام التداولات مقارنة بالعام الماضي حيث بلغت قيمة التداول نحو ١٩مليون جنيه مقارنة بنحو ٦٨ مليون جنيه خلال العام الماضي. بينما سجلت كمية تداول نحو ١٨٤ ألف سند مقابل ٧٦٠ ألف سند سند العام ٢٠١٢.

جدول رقم (٧)[1]

إجماليات التداول للسندات خلال عام ٢٠١٣

| | قيمة التداول (بالمليون جنيه) | حجم التداول (بالألف) |
|---|---|---|
| سندات حكومية | **28,777.3** | **27,403.7** |
| سندات الخزانة (طبقا لنظام المتعاملين الرئيسيين) | 28,777.3 | 27,403.7 |
| سندات الإسكان | 0.001 | 1.6 |
| سندات شركات | **18.6** | **183.7** |
| إجمالى | **28,791.0** | **27,589.0** |

١٠- شهادات الإيداع الدولية GDR

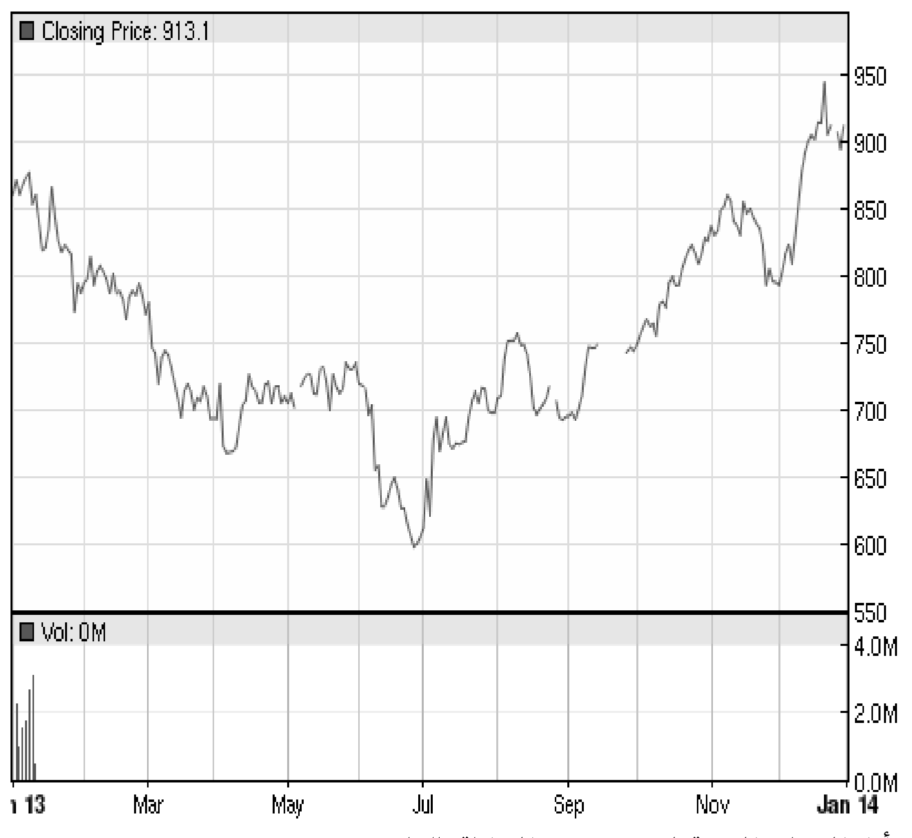
شهدت أسعار شهادات الإيداع الدولية أداءً متفاوتـاً خـلال عـام ٢٠١٣، حيـث تصـدرت شـهادات الإيداع الدولية للسويس للاسمنت الارتفاعات بارتفاع قدره ٦٢% تلاه البنك التجـارى الـدولى بارتفـاع قدره٢٤ % ثم أوراسكوم للاتصالات وجلوبال تلكوم بارتفاع قـدره ١٤% و٦,٧٦% عـلي التـوالي، بيـنما احتفظت شهادة بالم هيلز بأسعارها كما هي دون تغيير وعلى الجانـب الآخـر فقـد سـجلت شـهادات المجموعة المالية هيرمس والمصرية للاتصالات وأوراسكوم للإنشاء والصـناعة انخفاضـات بحـوالي ٢٩% و٩% و٨%. على التوالي.

كما يوضح الشكل التالى أداء مؤشر شهادات الإيـداع الدوليـة المصريـة عـام ٢٠١٣ الـذى يصـدره بنـك نيويورك ميلون The Bank of New York Mellon والتي بدأ في ٣ أكتوبر ٢٠٠٨.

١- تم الاعتماد عـلى تقريـر وزارة الاسـثمار المصريـة عـن أداء البورصـة المصريـة خـلال العـامين ٢٠١٣/٢٠١٢ و٢٠١٤/٢٠١٣، القاهرة، المطابع الحكومية، ٢٠١٣.

شكل رقم (١٢)

مؤشر شهادات الإيداع الدولية المصرية خلال العام ٢٠١٣[1].



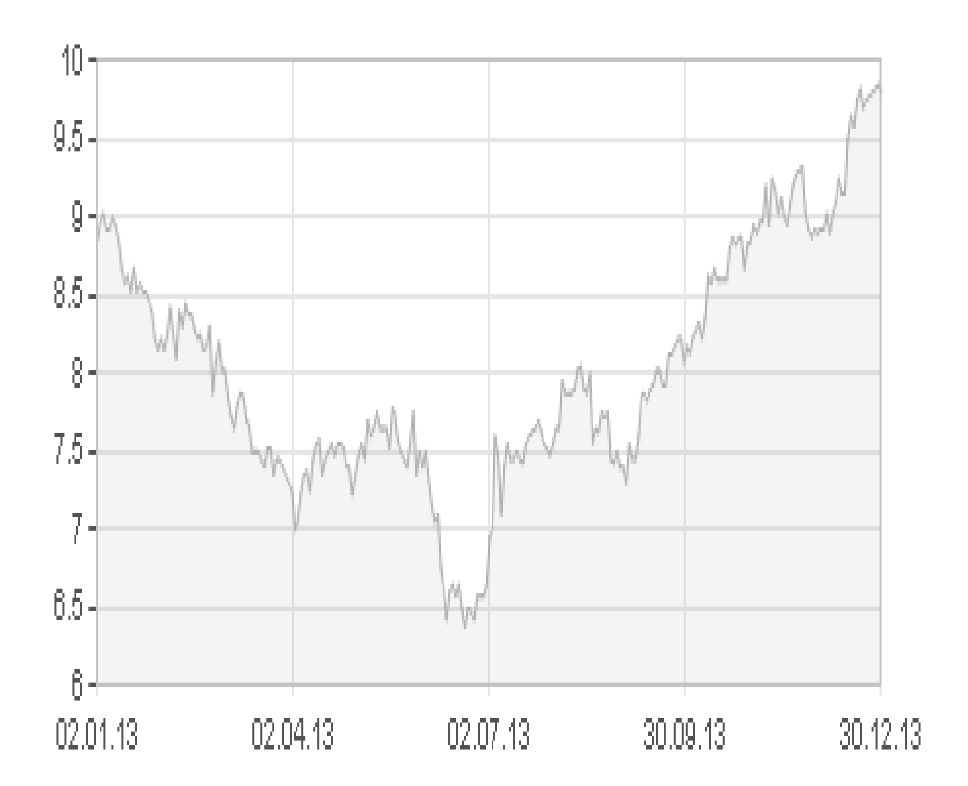

١١- أداء المنتجات المشتقة لمؤشر EGX٣٠ المتداولة بالخارج

شهد عام ٢٠١٣ ارتفاعاً في أداء الوثائق المشتقة من مؤشر EGX٣٠ المصدرة من قبل مؤسسات مالية عالمية، وقد سجلت تلك الأدوات ارتفاعاً فى مستويات أسعارها فى الأسواق العالمية تأثراً بنمو السوق المحلى المتنامى وخاصة خلال النصف الثانى من العام، ويوضح الشكل التالى أداء وثائق الإصدار الأول لعدد ٥٠٠ ألف وثيقة ببورصة سويسرا التي بدأ التداول عليها في ٢٧ أكتوبر٢٠٠٥. وقد حققت الوثائق ارتفاعاً بنحو ١٢% خلال عام ٢٠١٣.

١- الموقع الإلكتروني لمؤسسة The Bank of New York Mello WWW.NYMB.COM

شكل رقم (١٣)

أداء وثائق بنك[1] Royal Bank of Scotland



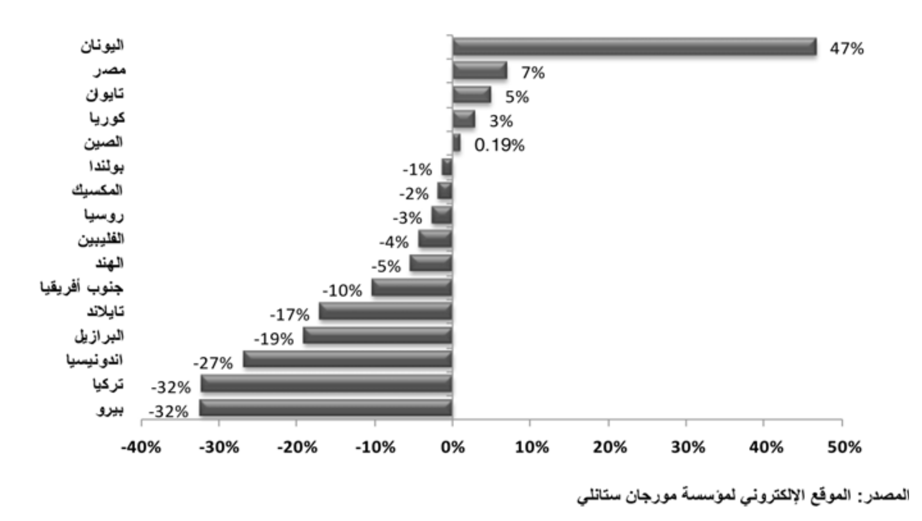

سادساً: تقييم أداء البورصة المصرية مقارنة بالبورصات الناشئة والمتقدمة

بالرغم الظروف الاقتصادية والسياسية الصعبة التى شهدها العام ٢٠١٣، إلا أن البورصة المصرية استطاعت أن تحافظ على أداء جيد نسبياً مقارنة بأداء الأسواق الأخرى، فوفقاً لمؤشر مؤسسة مورجان ستانلي للسعر (MSCI Price Index) جاءت مصر فى المرتبة الثانية على مستوى العالم بعد اليونان بالمقارنة بأداء كافة الأسواق الناشئة خلال٢٠١٣، والأولى على كل الأسواق الناشئة خلال العامين ٢٠١٢ - ٢٠١٣.

١- الموقع الرسمي للبنك الملكي باسكتلندا WWW.RSB.COM

شكل رقم (١٤)

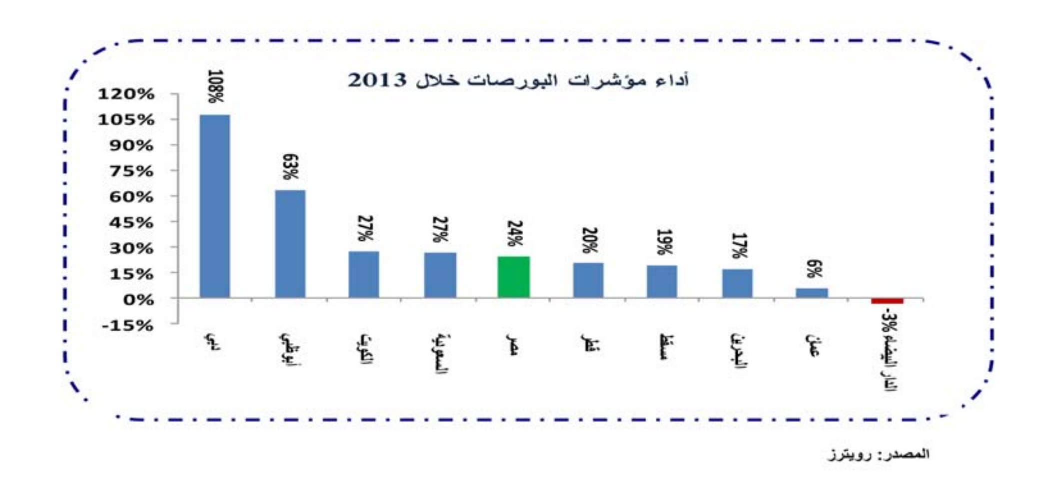
معدل التغير في مؤشر أسعار مورجان ستانلي (MSCI) للأسواق الناشئة مقوم بالدولار الأمريكي خلال 2013



المصدر: الموقع الإلكتروني لمؤسسة مورجان ستانلي

كما شهدت البورصات العربية أداءً جيداً خلال عام ٢٠١٣، وكانت بورصة دبى هى الأفضـل أداءً خـلال العام بارتفاع تجاوز ١٠٨%، وتلتها بفارق كبير بورصة ابو ظبى والتى سجلت نمواً بنحو ٦٣%، وتلاهما كـل من السوق السعودى والكويتي بارتفاع٢٧ % ثم البورصة المصرية بارتفاع ٢٤%. بينما شهدت الدار البيضاء الانخفاض الوحيد بتراجع طفيف بلغ ٣%.

شكل رقم (١٥)



المصدر: رويترز

وفي الإطار ذاته حافظت البورصة على معدلات تداول تقترب من معـدلات العـام السـابق وتزيـد عـن مستويات عام ٢٠١١ حيث حققت قيمة تداول قـدرها ١٦٢ مليـار جنيـه مقارنـة بنحـو ١٨٥ مليـار جنيـه خلال العام ٢٠١٠ و ١٤٨مليار جنيه خلال٢٠١١، كما حققت البورصة المصرية كمية تداول بلغت ٢٩ مليار ورقة مالية خلال عام ٢٠١٣ مقارنة بنحو ٣٤ مليار ورقة مالية العام السابق، وقد سجلت عـدد العمليـات نحو ٥ مليون عملية خلال هذا العام مقارنة بنحو ٦ مليون عملية خلال عام ٢٠١٢[1].

كما شهد العام ٢٠١٣ إعادة آلية الشراء والبيع فى ذات الجلسة والتـى كانـت قـد توقفـت منـذ قيـام ثورة ٢٥ يناير وذلك في شهر مايو ٢٠١٣، لتحقق اجمالي كمية الأوراق المالية المتداولة وفقـاً لهـذا النظـام نحو ٨٩٥ مليون ورقة مالية والذي يمثل ٣% من اجمالي كمية تداول الأسهم المقيدة بيـنما بلغـت قيمـة التداول وفقًا لهذا النظام نحو٢,٦ مليار جنيه تم تنفيذها من خلال ١٧٧ ألف عمليـة، مسـتحوذًا عـلى٢ % من إجمالى قيمة التداول و٤% من إجمالى عـدد العمليـات. هـذا وقـد شـهدت بورصـة النيـل )سـوق الشركات المتوسطة والصغيرة( ارتفاعاً كبيراً فى إجماليات التداول خلال العام ٢٠١٣ ويرجع ذلك الى زيـادة عدد ساعات التداول إلى ٤ ساعات يوميا على غـرار السـوق الـرئيسي، لتسـجل قيمـة تـداول قـدرها ٧٤٨ مليون جنيه خلال عام٢٠١٣ مقارنة بنحو ٢٤٧مليون جنيه العام ٢٠١٢، كما سجلت كمية تداول بلغـت ٢٥٤ مليون ورقة مالية خلال العام ٢٠١٣ مقارنة بنحو ٨١ مليـون ورقـة ماليـة خـلال عـام ٢٠١٢. بيـنما ارتفع رأس المال السوقى للأسهم المقيـدة فى السـوق الـرئيسى ليصـل إلى ٤٢٧ مليـار جنيـه فى نهايـة عـام ٢٠١٣ مقارنة بنحو ٣٧٦مليار جنيه فى نهاية العام ٢٠١٢ بارتفاع قدره ١٤% وبما يمثل حـوالى %٢٤ مـن الناتج المحلى الإجمالي.

---

١- استحوذت قيمة التداول في السوق الرئيسى على غالبية التداول فى السوق مسجلة ١٤٦ مليـار جنيـه خـلال العـام الحـالى مقارنة بنحو ١٦٦,٥ مليار جنيه خلال عام٢٠١٢ ، والجدير بالذكر أنه تم تنفيـذ صـفقة عـلى أسـهم البنـك الأهـلي سوسـيته جنرال فى السوق الرئيسى بقيمة ١٧ مليار جنيه فى مارس٢٠١٣ ، كما تم تنفيذ صفقة على أسهم أوراسكوم للانشاء والصـناعة في السوق الرئيسي بقيمة ١١ مليار جنيه في يوليو ٢٠١٣. كما سجلت كميـة التـداول للسـوق الـرئيسى نحـو ٢٧ مليـار ورقـة مالية مقارنة بنحو ٣٣ مليار ورقة مالية فى عام .٢٠١٢ أما سوق خارج المقصورة فقد حقق قيمة تداول قدرها ١٥ مليار جنيه مقارنة بنحو ١٨ مليار جنيه العام الماضى .كما سجل سوق خارج المقصورة كمية تداول بلغت ١,٧ مليـار ورقـة ماليـة خـلال ٢٠١٣مقارنة بنحو ١,٤مليار ورقة مالية خلال العام ٢٠١٢.

# الفصل الثالث

# تقييم أداء البورصات في الخليج العربي

تعود فكرة إنشاء سوق للأوراق المالية داخل الدول الخليجية إلي فترة منتصف السبعينيات، بالتزامن مع التحول نحو نظام الاقتصاد الحر، الأمر الذي تتطلب إنشاء وتطوير البورصات؛ نظرا لأهميتها في تجميع المدخرات وتوجيهها نحو القنوات الاستثمارية المختلفة، وفي هذا الإطار اتجهت كل دول خليجية إلي إنشاء سوق للأوراق المالية خاصة بها، بهدف الوصول البورصة الخليجية الموحدة في إطار مجلس التعاون الخليجي، وتصنف البورصات الخليجية ضمن البورصات في دول الفائض المالي، والحرية الاقتصادية[١].

وقد مرت ظاهرة تداول الأسهم في دول الخليج بمراحل متعددة، حتى وصلت إلى شكلها الحالي من خلال إنشاء أسواق الأوراق المالية، حيث كانت الفترة من السبعينيات وحتى عام ١٩٨٢ مرحلة تأسيس كثير من البنوك والشركات المساهمة، وكان ذلك قبل إصدار قانون الشركات، حيث تزامنت تلك الفترة مع حركة النشاط الاقتصادي الذي شهد طفرة قياسية شملت جميع أنحاء بلدان الخليج.

وقد كانت تلك البنوك والشركات مملوكة من قبل الحكومات المحلية أو من قبل مؤسسين أو عائلات وكان الهدف الرئيسي هو الاستثمار، علماً بأن عملية البيع الأسهم لم تكن مألوفة في هذه المرحلة، نظراً إلى طبيعة هذه الشركات.

وفي عام ١٩٨٨، بدأت مرحلة جديدة ترافقت مع عودة الانتعاش إلى النشاط الاقتصادي في بلدان الخليج، وشموله معظم القطاعات الاقتصادية، حيث انتعشت عمليات التداول في السهم كإحدى القنوات الاستثمارية المفضلة، وبدأت مفاهيم كثيرة تتغير لمصلحة التداول، وبرزت شريحة من تجار الأسهم الذين نشطوا في السوق للاستفادة من فروق الأسعار لتحقيق أرباح كبيرة[٢].

وفي بداية هذه المرحلة كان متوسط ريع الأسهم يتراوح بين ١٥ بالمائة إلى ٢٠ بالمائة، ولم يتعد متوسط مضاعف سعر السهم ٨ مرات، ثم بدأت مستويات الأسعار في الارتفاع تدريجياً لينخفض متوسط ريع الأسهم إلى ما بين ٥ بالمائة و٧,٥ بالمائة في نهاية الفترة التي استمرت حتى عام ١٩٩٤.

١- رشام كهينة، "واقع وآفاق الربط بين الأسواق المالية العربية في ظل التكامل الاقتصادي العربي"، رسالة ماجستير، جامعة بومرداس، الجزائر، ٢٠٠٩، ص ١٠١.

٢ -Sami Ababdulwahab, "Three Essays on Financial Markets and Monetary Behavior in GCC Countries", Southern Illinois University Carbondale, ٢٠٠٨, p ٣٠.

وقد حقق المستثمرون خلال تلك الفترة أرباحاً جيدة بسبب مستويات الأسعار المرتفعة، وبسبب التوزيعات النقدية وأسهم المنحة، وذلك نتيجة تحسن أرباح جميع الشركات، وتم خلال هذه المرحلة تطبيق قانون الشركات، وصاحب ذلك تعزيز الثقافة الاستثمارية لذي كثير ممن أصبح لديهم رؤوس أموال يستطيعون بها دخول سوق الأسهم، وأصبحت الأرضية مناسبة لتفعيل سوق الإصدار الأولية.

وعلى الرغم من بلوغ عدد الأسهم المتداولة ٩٩ سهماً في بلدان مجلس التعاون الخليجي في العام ١٩٨٨، فإن قيمتها السوقية الإجمالية ارتفعت من ٢١,٤ مليار دولار في ٣١ ديسمبر ١٩٨٨، إلى ٦٣,١ مليار دولار في ٣١ ديسمبر ١٩٩٤، أي بزيادة مقدارها ١٤,٧ مليار دولار، وبنسبة ٦٩ بالمائة، تمثل الأرباح الرأسمالية المحققة من عملية الاتجار بالأسهم خلال ٦ أعوام التي وصلت إلى ٢١٢ شركة في العام ١٩٩٤، إضافة إلى التوزيعات المحققة سواء كانت نقدية أو أسهم منحة[1].

ومع مستهل عام ١٩٩٥، بدأت مرحلة من الانتعاش الحقيقي ترافقت مع تأسيس عدد من الشركات المساهمة، بعد انقطاع دام أكثر من عشرة أعوام، ونتيجة لذلك ارتفع عدد المساهمين بشكل كبير، حيث انتعشت سوق الأسهم، وشملت جميع القنوات الاستثمارية المحلية، وأصبحت مقصد كبار وصغار المتعاملين مستثمرين أو مضاربين، وزادت من انتعاشها النتائج المالية الكبيرة والتوزيعات المجزية على المساهمين من قبل الشركات المساهمة، حيث وصلت أرباح بعض البنوك والشركات إلى نسب مذهلة قاربت رأس المال الأساسي، وكان من نتيجة ذلك أن تضخمت أسعار بعض الأسهم، الأمر الذي أدى أيضاً إلى تضاعف أسعار الأسهم الجديدة بحيث تعدت جميعها الأداء الاقتصادي لكل سهم على حدة، وكان قد أدى بدوره إلى حدوث مضاربات كبيرة، خاصة في صيف ١٩٩٨، حيث وصلت الأسعار إلى ذروتها خلال شهري أغسطس وسبتمبر، فبلغت القيمة السوقية للأسهم المتداولة، التي كان عددها ٣٣١ سهماً في بلدان المجلس، ٣٣٥ مليار دولار، ليحقق معها المستثمرون أرباحاً طائلة معظمها دفترية، وبعضها فعلية، للأسهم التي تم تسليمها قبل نهاية ١٩٩٨، أو بأسعار أعلى من سعر الشراء بعد ذلك.

ونتيجة وصول الأسعار إلى مستويات كبيرة وإدراك المتعاملين أن هذه الأسعار مبالغ فيها جداً، بدأت منذ الأول من أكتوبر ١٩٩٨، مجموعة بيع محمومة من أجل تحقيق أرباح فعلية، حيث بدأت مرحلة جديدة لتهوى الأسعار إلى مستويات متدنية نتيجة العرض

---

١- محمد كمال أبو عشمة، "أهمية تطوير أسواق المال في دول مجلس التعاون الخليجي"، مرجع سابق، ص ١٣٥.

الكبير واختفاء الطلبات، وقد أدى ذلك إلى انخفاض القيمة السوقية للأسهم المتداولة في ٣١ ديسمبر ١٩٩٨ إلى ١٢٤ مليار دولار، إضافة إلى ذلك انخفضت القيمة السوقية لبعض الأسهم الجديدة إلى ما دون القيمة الاسمية، الأمر الذي أدى إلى تأجيل طرح بعض الشركات التي أعلن قرب طرحها للاكتتاب العام.

ومع نهاية العام ١٩٩٩ وصلت القيمة السوقية للأسهم المتداولة إلى ١٠٢ مليار دولار، بانخفاض قدره حوالي ١٣٣ مليار دولار وبنسبة ٦٥,٥ بالمائة، خلال ١٥ شهراً، مع الإشارة إلى أن معظم الخسائر كانت قبل نهاية ١٩٩٨، وأدى ذلك إلى فقدان الثقة في السوق، وهو ما زاد من صعوبة انتعاشه مجدداً[١].

وقد وصل عدد الأسهم التي تم تداولها في الأسواق الخليجية في نهاية عام ١٩٩٩ نحو ٣٣٨ سهماً عن عام ١٩٩٤، وذلك نتيجة تنشيط تداول أسهم ٦٠ شركة مؤسسة سابقاً، وتأسيس ٦٦ شركة جديدة، منها ٣٠ بنكاً و٢٠ شركة في كل من قطاع التأمين والخدمات، و١٦ في قطاع الصناعة والاستثمار، وارتفع عدد مكاتب الوساطة المتخصصة من ٥٠ مكتباً إلى ٢٦٠ مكتباً.

وفي نهاية عام ٢٠٠١ بلغت القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها ١٠٢ مليار دولار، بزيادة ١٧ مليار دولار عن القمة السوقية في نهاية عام ٢٠٠٠، حيث كان التراجع كبيراً عن صيف عام ١٩٩٨ الذي يمثل الذروة في أسعار الأسهم، كما أن التراجع في ذلك العام وصل إلى حوالي ١٥٠ مليار دولار، وبنسبة ٦٣,٨ بالمائة تقريباً عن أسعار عام ١٩٩٨.

وتتويجاً لمراحل عملية التداول بالأوراق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي، كان إصدار كل دولة قانوناً بإنشاء الأسواق المالية وهيئات أسواق المال خطوة هامة بالاتجاه الصحيح نحو تقنين عمليات التداول، وتنظيمها بعيداً عن التداول العشوائي الذي يترتب عليه الكثير من المخاطر، خاصة لصغار المستثمرين والمتعاملين في السوق.

ومن ذلك عملت كل دولة على تطوير أسواق الأوراق المالية التابعة لها بتنفيذ إصلاحات واسعة غطت جميع الجوانب في هذه الأسواق، كما عملت على إدخال أحدث الأساليب والمعايير المتعارف عليها دوليا للعمل فيها من أجل الارتقاء بأدائها وتمكينها من حشد المدخرات الداخلية وجذب الاستثمارات الخارجية، ويمكن إيجاز أهم التطورات في الأسواق المالية الخليجية، فيما يلي[٢]:

---

١- F. Allen, "Stock Markets and Resource Allocation", In C. Mayer and X Vives, eds, Capital Markets and Financial Intermediation, Cambridge: Cambridge University Press, ٢٠٠٣.

٢- حسين عبد المطلب الأسرج، "آليات تفعيل البورصة العربية الموحدة"، مرجع سابق، ص ٣٤-٣٦.

- تعزيز الدور الرقابي: اتجه عدد متزايد من الدول الخليجية نحو فصل الدور الرقابي والتشريعي الـذي تقوم به هيئة مستقلة تابعة للحكومة عن الدور التنفيذي الذي غالبا ما يقوم به القطاع الخـاص. وقامـت بإعادة هيكلة أسواقها المالية من خلال إصدار القوانين والتشريعات والتي بموجبها تم فصل الجهاز الرقـابي المعنى بإصدار الأحكام والقواعد التي تنظم إصدار وتداول الأوراق المالية عـن إدارة البورصـة التـي يجـرى من خلالها تداول هذه الأوراق، والجهـاز الـذي يتـولى تسـجيل وتحويـل عقـود شراء وبيـع الأوراق الماليـة المتداولة وحفظ سجلات ووثائق الملكية.

- تعزيز الشفافية والإفصاح: أولت أسواق الأوراق المالية الخليجية اهتماما كبيرا لزيادة درجة الإفصـاح وتعديل متطلباته بما يتلاءم مع المعايير الدولية وذلك بهدف تعزيز الدور الرقابي للسوق من جانب، وتوفير تكافؤ الفرص للمتعاملين في السوق من جانب آخر. وبالإضافة إلى ما تقـوم بـه معظـم هـذه الأسـواق مـن إصدار نشرات يومية وأسبوعية وشهرية وسنوية تتضـمن معلومـات عامـة عـن السـوق وقـرارات مجلـس الإدارة ومعلومات عن أحجـام التـداول ومـؤشرات الأسـعار، توجهـت إلي نشر بياناتهـا مـن خـلال شـبكات الانترنت لمزيد من التعريف بالفرص الاستثمارية المتاحـة فيهـا.كـما ألزمـت التعلـيمات الجديـدة في بعـض الدول الخليجية الشركات المساهمة بتقديم تقارير ربع ونصف سنوية.

- تطوير المستثمر الرئيسي وزيادة الأدوات الاستثمارية: اتجهت معظم أسواق الأوراق المالية الخليجيـة نحو تطوير هذا الدور من أجـل دعـم اسـتقرار الأسـواق وحمايتهـا مـن التقلبـات الحـادة، ولهـذا عملـت السلطات على تشجيع الادخار طويـل الآجـل بأحـداث حسـابات ادخـار مـن الأسـهم المدرجـة في الأسـواق وتتمتع بتخفيض الضرائـب غـلى الأربـاح، كـما تـم السـماح لهيئـات التـأمين والمعاشـات وشركـات التـأمين بالتعامل في هذه الأسواق. ومن جانب أخر تسعى البورصات الخليجية إلى تشجيع زيادة الأدوات والبدائل الاستثمارية المتاحة للمستثمرين كالسندات القابلة للتحويل إلى أسهم وصناديق الاستثمار.

- تعديل الأنظمة الضريبية: توجه العديـد مـن الـدول الخليجيـة نحـو إدخـال تعـديلات واسـعة عـلى الأنظمـة الضريبيـة المتبعـة بهـدف خلـق الحـوافز اللازمـة لتشـجيع الأوراق الماليـة مـن ناحيـة، وجـذب الاستثمارات الأجنبية من ناحية أخرى. وعملت هذه الـدول عـلى خفـض أو إلغـاء الضرائـب عـلى العوائـد الجارية والضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعامل بالأوراق المالية[1].

---

١- "الاتفاقية الاقتصادية الموحدة بين دول مجلس التعـاون لـدول الخلـيج العربيـة"، الأمانـة العامـة لمجلـس التعـاون لـدول الخليج العربية، ٢٠٠١/١٢/٣١.

- تطوير أنظمة كل من التداول والمقاصة والتسوية: اتجهت معظم الدول الخليجية نحو استخدام التقنيات الحديثة وتحديث أنظمة التداول لديها من أجل رفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية وزيادة الشفافية والأمان لدى المتعاملين، كما تم أيضا إدخال خدمة التداول عن بعد في بعض الأسواق المالية العربية وذلك من أجل تمكين شركات الوساطة من إتمام الصفقات من مكاتبها دون الحاجة إلي وجود مندوبين عنها في السوق.

ونظراً للنظام الأساسي لمجلس التعاون الداعي إلى تقارب أوثق وروابط أقوى بين دول المجلس، توافق الدول الأعضاء على توقيع الاتفاقية الاقتصادية الموحدة بين دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية عام ٢٠٠١، سعياً للوصول إلى مراحل متقدّمة من التكامل الاقتصادي تحقق الوصول إلى السوق المشتركة والاتحاد النقدي والاقتصادي بين دول المجلس ضمن برنامج زمني محدّد، مع تعزيز آليات السوق في اقتصاد دول المجلس وتنمية دور القطاع الخاص فيها، حيث نصت المادة الخامسة منها الخاصة بالبيئة الاستثمارية على "تكامل الأسواق المالية في دول المجلس وتوحيد السياسات والأنظمة المتعلقة بها".

تلى ذلك البيان الختامي للدورة الثلاثين للمجلس الأعلى لمجلس التعاون لدول الخليج العربية في الكويت خلال الفترة ١٤ - ١٥ ديسمبر ٢٠٠٩م، الذي أكد تكامل الأسواق المالية بدول المجلس بتكليف اللجان الوزارية المعنية بوضع الآليات اللازمة لتفعيل المادة الخامسة من الاتفاقية الاقتصادية وذلك بهدف تنمية الاستثمارات المحلية والبينية والخارجية في دول المجلس، وتوفير بيئة استثمارية تتسم بالشفافية والاستقرار.

وسعياً لتحقيق هذا التكامل بما يتفق مع متطلبات السوق الخليجية المشتركة ويُمكّن مواطني دول المجلس الطبيعيين والاعتباريين من الاستثمار والتداول في جميع الأسواق المالية بدول المجلس بيسر وسهولة، دون تفريق أو تمييز في المعاملة، ولإتاحة الفرصة لهذه الأسواق لتحقيق مزيد من التطور وتقديم منتجات جديدة وتطوير أسواق الصكوك والسندات التي لها دور هام في تعزيز مسيرة النمو الاقتصادي بدول المجلس، شكلت لجنة وزارية من رؤساء مجالس إدارات الجهات المنظمة للأسواق المالية بدول المجلس (اللجنة الوزارية للأسواق المالية) في مايو ٢٠١٠م يكون من مهامها واختصاصاتها ما يلي[1]:

١- "تكامل الأسواق المالية"، الأمانة العامة لدول مجلس التعاون لدول الخليج العربية، متاح على: http://www.gcc-sg.org/index٨df٩.html?action=Sec-Show&ID=٥٤٢.

- توحيد السياسات والأنظمة المتعلقة بالأسواق المالية سعياً لتكاملها، تنفيذاً للفقرة الثالثة من المادة الخامسة من الاتفاقية الاقتصادية بين دول مجلس التعاون، وما صدر ويصدر من قرارات من المجلس الأعلى بهذا الشأن.

- تحقيق متطلبات السوق الخليجية المشتركة وما نصت عليه المادة الثالثة من الاتفاقية الاقتصادية والتي تنص على أن "يعامل مواطنو دول المجلس الطبيعيون والاعتباريين في أي دولة من الدول الأعضاء نفس معاملة مواطنيها دون تفريق أو تمييز في كافة المجالات الاقتصادية"، بما في ذلك تداول الأسهم وتأسيس الشركات.

- إطلاق المبادرات الإبداعية بما يسهم في عودة أسواق المال الخليجية إلى وضعها الطبيعي، بعد أن ألقت تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية بظلالها على عدد من القطاعات في دول المجلس ومن بينها أسواق المال.

وفي سبيل ذلك عقدت اللجنة الوزارية لرؤساء مجالس إدارات هيئات أسواق المال في دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية اجتماعها المتتالية، حيث دعا الاجتماع الأول المنعقد في الرياض عام ٢٠١٠م[١]، إلي ضرورة مساواة المعاملة بين مواطني دول المجلس في تملك وتداول الأسهم وتأسيس الشركات، بالإضافة إلي رفع مقترح بإنشاء لجنة فنية لوضع التصورات للتكامل بين الأسواق المالية، وتوصل الاجتماع الثاني المنعقد في دبي عام ٢٠١١م[٢]، إلى قواعد موحدة لإدراج الأوراق المالية (الأسهم، والسندات والصكوك، ووحدات صناديق الاستثمار) في الأسواق المالية بدول المجلس وأوصت برفعها للمجلس الأعلى للعمل بها بصفة استرشادية، على أن تقوم الدول الأعضاء برفع تقارير دورية (كل ستة أشهر)، عن تطبيقها ومقترحاتها لتحسين وتطوير هذه القواعد، تمهيداً لمراجعتها والعمل بها بصفة إلزامية.

وبالفعل جاء بيان الدورة الثانية والثلاثين للمجلس الأعلى لمجلس التعاون لدول الخليج العربية المنعقدة في الرياض خلال الفترة ١٩ - ٢٠ ديسمبر ٢٠١١م[٣]، حيث قرر:

١- اعتماد القواعد الموحدة لإدراج الأوراق المالية في الأسواق المالية بدول المجلس وهي:

---

١- مساعد الزياني، "هيئات أسواق المال الخليجية تدعو لمساواة المواطنين في تملك وتداول الأسهم وتأسيس الشركات"، الشرق الأوسط، ٢٠١٠، متاح على:
http://www.aawsat.com/details.asp?section=٦&article=٥٦٣٣٦٧&issueno=١١٤٤٧#.UssvKM٤١HIU.

٢- عز الدين مسمح، "اللجنة الوزارية للأسواق المالية الخليجية توافق على آلية تطبيق القواعد الموحدة لإدراج الأسهم والسندات ووحدات الصناديق"، الرياض الاقتصادي، ٢٠١١، متاح على:
http://www.alriyadh.com/٢٠١١/٠٦/١٧/article٦٤٢٦٤٩.html.

٣- "بيان الدورة الثانية والثلاثين للمجلس الأعلى لمجلس التعاون لدول الخليج العربية"، ٢٠١١، متاح على:
http://www.voltairenet.org/article١٧٣٤٠١.html.

- القواعد الموحدة لإدراج الأسهم في الأسواق المالية بدول مجلس التعاون.

- القواعد الموحدة لإدراج السندات والصكوك في الأسواق المالية بدول مجلس التعاون.

- القواعد الموحدة لإدراج وحدات صناديق الاستثمار في الأسواق المالية بدول مجلس التعاون.

٢- العمل بالقواعد الموحدة لإدراج الأوراق المالية في الأسواق المالية بـدول المجلـس بصـفة استرشـادية لمدة سنتين تمهيداً لمراجعتها والعمل بها بصفة إلزامية.

وأيضا جاء في نفس التوجه البيان الختامي للدورة الثالثـة والثلاثـين للمجلـس الأعـلى لمجلـس التعـاون لدول الخليج العربية المنعقدة في البحرين خـلال الفـترة ٢٤ – ٢٥ ديسـمبر ٢٠١٢[١]، حيـث وجـه اللجـان المعنية بسرعة تنفيذ ما ورد في الاتفاقية الاقتصادية بخصوص توحيد السياسـات الماليـة والنقديـة، وتكامـل البنية الأساسية وتعزيز القدرات الإنتاجيـة بمـا يضـمن إتاحـة الفـرص الوظيفيـة للمـواطنين، وكلـف لجنـة التعاون المالي والاقتصادي بتقديم برامج عملية وفق جـداول زمنيـة للانتقــال إلى آفــاق أرحـب للتكــامل والاندمـاج الاقتصـادي بين دول المجلس، تحقيقاً للهدف المنشود.

واستجابة إلي ذلـك عقـد الاجـتماع الرابـع للجنـة الوزاريـة لرؤسـاء مجـالس إدارات الجهـات المنظمـة للأسواق المالية بدول مجلس التعاون بالرياض عـام ٢٠١٣[٢]، حيـث تنـاول التوصـيات المرفوعـة مـن لجنـة رؤساء هيئات الأسواق المالية حول عـدد مـن الموضـوعات يـأتي في مقـدمتها مشروعـات القواعـد الموحـدة لإصدار وطرح وحدات صناديق الاستثمار بدول المجلس، والقواعد الموحدة للرقابة على التداول في الأسـواق المالية بدول المجلس، إضافة إلى القواعـد الموحـدة لإصـدار السـندات والصـكوك في الأسـواق الماليـة بـدول المجلس التي تعد من الخطـوات المهمـة لتوحيـد السياسـات والأنظمـة المتعلقـة بالأسـواق الماليـة في دول المجلس، تحقيقا للتكامل بين تلـك الأسـواق، كـما نظـر دفي التوصـيات المتعلقـة بالقواعـد الموحـدة لإدراج الأوراق المالية في الأسواق المالية بدول المجلس، والمعتمدة من المجلس الأعلى في دورتـه الــ٣٢، كـما نـاقش مذكرة التفاهم المبرمة بين الجهات المنظمة للأسواق المالية بـدول مجلـس التعـاون لـدول الخلـيج العربيـة التي تهدف إلى تعزيز التواصل وتسهيل تبادل المعلومات المتعلقة بعمل الأسواق المالية.

---

١ - "بيان الدورة الثالثة والثلاثين للمجلس الأعلى لمجلس التعاون لدول الخليج العربية"، ٢٠١٢، متاح على: http://www.gcc-sg.org/index٧٦٦٥.html?action=Sec-Show&ID=٥٧٦.

٢- "دول الخليج تسير في اتجاه البورصة المشتركة وتتفق على التعاون بين الأجهـزة الرقابيـة لأسـواق المـال"، الهـتلان بوسـت، ٢٠١٣/١٠/٧، متاح على:

http://www.hattpost.com/?p=٤٥٩٩٦.

وأخيراً أكد البيان الختامي للدورة الرابعة والثلاثين للمجلس الأعلى لمجلس التعاون لدول الخليج العربية المنعقدة في الكويت خلال الفترة ١٠ – ١١ ديسمبر ٢٠١٣[1]، على عددا من القواعد الموحدة في مجال تكامل الأسواق المالية بالدول الأعضاء، وأطلع على سير العمل في الاتحاد النقدي لمجلس التعاون، والخطوات التي اتخذتها دول المجلس لتنفيذ السوق الخليجية المشتركة، كما أشاد المجلس بالخطوات التي تم اتخاذها لتنفيذ قراراته بشأن العمل المشترك في المجالات المنصوص عليها في الاتفاقية الاقتصادية، وأكد على ضرورة الاستمرار في خطوات التكامل بين دول المجلس في كافة المجالات الاقتصادية.

يمكن الاستنتاج مما سبق أن نشأة سوق الأوراق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي مرت بمراحل عديدة، بداية من اتجاه كل دولة – بشكل فردي – إلي إنشاء سوق أو هيئة للأوراق المالية الخاصة، وتطويرها من خلال إصدار التشريعات والقوانين المنظمة لقطاع رأس المال والأسواق المالية لديها، وتنظم إجراءات التداول في الأوراق المالية لديها ومتابعة سلامته وحماية حقوق المستثمرين في هذا القطاع المهم، إضافة إلى إصدار الإجراءات الخاصة بإصدارات الأوراق المالية المختلفة كالأسهم، والسندات الخاصة والحكومية والصناديق الاستثمارية.

وصولاً إلي رغبة دول الخليج مجتمعة في الوصول إلي التكامل الاقتصادي من خلال تكامل الأسواق المالية في دول المجلس وتوحيد السياسات والأنظمة المتعلقة بها، وفي سبيل ذلك تم التوقيع على الاتفاقية الاقتصادية الموحدة بين دول مجلس التعاون الخليجي عام ٢٠٠١م، وتشكيل لجنة وزارية من رؤساء مجالس إدارات الجهات المنظمة للأسواق المالية بدول المجلس (اللجنة الوزارية للأسواق المالية) عام ٢٠١٠م تتولى مهمة توحيد السياسات والأنظمة المتعلقة بالأسواق المالية الخليجية، إضافة إلي تأكيد القمم الخليجية المتتالية على أهمية تحقيق التكامل بين الأسواق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي بهدف الوصول إلي البورصة الخليجية الموحدة.

وترتيبا على ما سبق وفي سبيل تقييم أداء البورصات الخليجية يمكن تقسيم الفصل الثالث من الدراسة الحالية على النحو التالي":

المبحث الاول: الإطار التشريعي والتنظيمي للبورصات الخليجية

المبحث الثاني: تقييم أداء سوق الدوحة للأوراق المالية

المبحث الثالث: تقييم أداء بورصة البحرين للأوراق المالية

المبحث الرابع: تقييم اداء البورصة الإماراتية ... "سوق دبي للأوراق المالية نموذجا"

---

١- "بيان الدورة الرابعة والثلاثين للمجلس الأعلى لمجلس التعاون لدول الخليج العربية"، ٢٠١٣، متاح على: http://www.bna.bh/portal/news/٥٩٢٧٠٥.

المبحث الاول: الإطار التشريعي والتنظيمي للبورصات الخليجية

تشترك الدول الخليجية في مجملها فيما يتعلق بأنظمتها المالية بدرجة اعتمادها الكبير على القطاع المصرفي في تمويل اقتصادياتها، كما أن حكومات تلك الدول كانت تهيمن بشكل كامل على الأنشطة الاقتصادية من خلال الاعتماد على التخطيط الاقتصادي، غير أن موجة التغيرات التي شهدها العالم مطلع تسعينيات القرن العشرين دفعت بالدول الخليجية إلى تحرير اقتصادياتها وفتح المجال أمام القطاع الخاص، ولتسهيل هذه المهمة تم اللجوء إلى إصلاح القطاع المالي بما في ذلك تنظيم الأسواق المالية فتم بذلك إنشاء البورصات ودعم القائمة منها لمواكبة تلك التطورات.

حرصت دول مجلس التعاون الخليجي خلال مسيرتها في الثلاثين العام الماضية على إرساء برنامج العمل الاقتصادي المشترك[١], الذي حددت خطوطه العريضة بنود الاتفاقيات الاقتصادية الموحدة والتي تؤمن إقامة وحدة اقتصادية خليجية هدفها تنمية وتوسيع الروابط الاقتصادية فيما بين الدول الأعضاء، وتنسيق وتوحيد سياساتها الاقتصادية والمالية والنقدية والتشريعات التجارية والصناعية والنظم الجمركية والتي رسخت بحق مكانة محورية وثقلا استراتيجيا عالميا لبلدان المنطقة على الساحة السياسية الدولية[٢].

من أهم العوامل التي ساعدت على نجاح تجربة التعاون والتكامل الاقتصادي بين دول مجلس التعاون الخليجي، هو وجود إرادة سياسية حقيقة وعدم التناقض بين التوجه القومي والتوجه القطري، تشابه البني الاقتصادية الخليجية إلى حد كبير خاصة مع تواصل خطوات الإصلاح والانفتاح الاقتصادي المتبناة منذ مطلع التسعينات، إضافة إلى التنسيق على مستوى السياسات الاقتصادية المحلية وضمن توجه إقليمي وليس فقط محليا، الأمر الذي ساعد على تحقيق العديد من المنجزات لدعم خطى دول المجلس لتحقيق أقصى قدر من التكامل الاقتصادي على مستوى تكامل الأسواق المالية ومنها: الإسهام في تحويل بعض الشركات إلى مساهمة عامة، والمساهمة في تنفيذ برامج التخصيص في بعض الدول الخليجية وإن كانت بشكل محدود، إضافة إلى التطور الخاص بالسماح لمواطني دول مجلس التعاون بتملك وتداول أسهم الشركات المساهمة المدرجة على البورصات الخليجية.. ومن هذا الأساس يمكن رصد واقع البورصات الخليجية، على النحو التالي:

---

١- "مجلس التعاون الخليجي ... ٣٠ عاما من الانجازات في جميع المجالات"، المجلة الاقتصادية، ٢٠١١، متاح على: http://www.aleqt.com/٢٠١١/٠٥/٢٤/article_٥٤١٧١٨.html.

٢ - Shawkat Hammoudeh, Eisa Aleisa, "Dynamic Relationships among GCC Stock Markets and NYMEX Oil Futures", Academic journal article from Contemporary Economic Policy, Vol. ٢٢, No. ٢.

أولاً: البنيان القانوني والتنظيمي والمؤسسي لأسواق الأوراق المالية الخليجية

بالنسبة للبنية القانونية والتنظيمية والمؤسسية التي تحكم حالياً نشاط أسواق دول مجلس التعاون الخليجي للأوراق المالية، فأنه مازالت السوق تعمل بموجب قانون الدولة، مع صدور القانون الأساسي للسوق والتشريعات الأخرى ذات الصلة، مع العلم أن هناك قانوناً للأوراق المالية أعدته المؤسسة الدولية للاستثمار بالتعاون مع إدارة السوق، ومازالت المعالجة التشريعية جارية.

إضافة إلى ذلك تقوم هيئة الأوراق المالية بدور المرجعية الرقابية للسوق من خلال ممثليها في مجلس الإدارة ومراقبها الدائم في السوق، فمن الناحية التنظيمية يمكن اعتبار الهيئة أنها تتمتع بصلاحية الرقابة، ولديها الصلاحيات الكافية لإصدار التعليمات والقواعد لمنظمة لأنشطة أعضائه، بالتنسيق مع الحكومة. وقد صدر عن الهيئات والأسواق عدة رزم من التعليمات والقوانين والتشريعات الأساسية لنشاط الأسواق، ومنها النظام الداخلي للسوق، والرسوم والعمولات، ونظام الأدراج، ونظام العضوية.

بموجب القانون يتشكل لكل دولة مجلس إدارة للسوق يتكون من ٩ – ١١ عضو، منهم وزير الاقتصاد، ووزير المالية، ومحافظ البنك المركزي، وهيئة الأوراق المالية بصفتها المرجعية الرقابية للسوق، والقطاع الخاص ورجال الأعمال، وشركات الوساطة، ولأجل تحقيق الأهداف المرجوة من الأسواق، تم منحها عدداً من الصلاحيات أهمها[١]:

- قبول شركات الأوراق المالية المؤهلة كأعضاء في السوق، وتنظيم أعمالها، والإشراف عليها وعلى مستخدميها بالشكل الذي يكفل سلامة التداول بالأوراق المالية ونقل ملكيتها ويرفع من مستوى الخدمات التي يقدمها الأعضاء في السوق للمستثمرين.

- إقامة صندوق ضمان تسوية المعاملات وإدارته، وذلك من أجل تعويض أي عضو في السوق عن الخسائر التي قد تلحق به نتيجة فشل عضو آخر في تسوية أية صفقات للأوراق المالية.

- وضع شروط وأسس إدراج الأوراق المالية بجميع أنواعها في السوق، ورفض إدراج أية أوراق مالية لا تنطبق شروط ومتطلبات الأدراج عليها أو على الجهة المصدرة لها.

- تحديد وفرض متطلبات إفصاح محددة على الشركات المساهمة العامة المدرجة في السوق بموجب أنظمة و/أو تعليمات خاصة تصدر عن السوق، وتحديد أنواع المعلومات المطلوبة والفترة الزمنية الواجب تقديمها خلالها، وغير ذلك من الشروط، وذلك كي يتسنى

١- محمد كمال أبو عشمة، "أهمية تطوير أسواق المال في دول مجلس التعاون الخليجي"، مرجع سابق، ص ١٥٠.

للسوق جمع وتحليل المعلومات اللازمة لممارسة أنشطة السوق، وإيصال المعلومات الخاصة بالشركات إلى جمهور المستثمرين، وبالسرعة اللازمة، لمساعدتهم في اتخاذ القرار الاستثماري الرشيد.

بعد استكمال الترتيبات المؤسسية والإدارية واللوجستية الضرورة، بدأت الأسواق ممارسة نشاطها الفعلي بين العام ١٩٨٢، كما في سوق الكويت للأوراق المالية، والعام ٢٠٠١، كما في سوق دبي وأبو ظبي للأوراق المالية بـ ٥٦ جلسة تداول أسبوعياً.

ثانياً: مميزات وعيوب أسواق الأوراق المالية الخليجية

تتصف الأسواق المالية الخليجية بالعديد من المميزات والسلبيات على حد السواء؛ ومن أهم المميزات[١]: الاستقرار السياسي في دول مجلس التعاون الخليجي، السيولة النقدية العالية نتيجة لارتفاع أسعار النفط والغاز والتوسع الائتماني من قبل البنوك، التركيبة الاقتصادية لدول المنطقة كونها ضمن اكبر الدول المنتجة للنفط والغاز في العالم إضافة إلى مخزونها الضخمة من النفط والغاز العالمي، انعدام مخاطر تقلب أسعار الصرف بسبب ربط جميع العملات الخليجية مع الدولار الأمريكي اعتباراً من يناير ٢٠٠٣م، تنوع الاقتصاديات بين دول تعتمد بشكل رئيسي على النفط والغاز الطبيعي (السعودية، الكويت، أبو ظبي، قطر) ودول تعتمد بنسبة اقل على النفط والغاز الطبيعي (دبي، مسقط، البحرين)، مستوى ارتباط منخفض/ سلبي لأداء الأسواق الخليجية فيما بينها وأيضا بالمقارنة مع الأسواق الأمريكية والأوروبية والآسيوية وبالتالي انخفاض مخاطر الاستثمار نتيجة لتنويع الأصول، أسواق بكر من حيث التطور وحديثة التنظيم نسبياً، ارتفاع الوعي الاستثماري بين المستثمرين في السنوات الأخيرة.

وفي مقابل ذلك تعاني هذه الأسواق من العديد من السلبيات[٢]، أهمها: أسواق مالية ضحلة من حيث حجم التداول وخاصة (مسقط، البحرين)، ارتفاع مستوى التضخم نتيجة لارتفاع العرض النقدي، ارتفاع أسعار المشتقات النفطية وخاصة (الإمارات وقطر)، عمولات تداول عالية نسبياً (دبي، أبو ظبي، قطر، مسقط)، تسويات بطيئة لعمليات الشراء والبيع وخاصة (الكويت، قطر، دبي، أبو ظبي).

---

١- محمد بن فهد العمران، "الأسواق المالية في دول مجلس التعاون الخليجية.. دراسة تحليلية مقارنة"، في الملتقى السنوي الخامس عشر: السوق المالية السعودية: الواقع والمأمول، جمعية الاقتصاد السعودية بالتعاون مع هيئة السوق المالية، الرياض، ٢٠٠٥، ص ٦-٧.

٢ -Wafaa Sbeiti,Turki Alshammari, "Integration of Stock Markets in the GCC Countries: An Application of the ARDL Bounds Testing Model", European Journal of Economics, Finance & Administrative Sciences, May٢٠١٠, Issue ٢٠, p٣٥.

ثالثاً: تطور أداء أسواق دول مجلس التعاون الخليجي

حققت أسواق المال الخليجية منذ تأسيسها تطوراً ملحوظاً من حيث القيمة السوقية الإجمالية للأسهم المدرجة وتزايد حجم التداول، وارتفاع مؤشر الأسعار (أسواق المال)، وفيما يلي عرض لواقع البورصات الخليجية خلال السنوات الأخيرة من خلال التركيز على قاعدة البيانات التي يقوم صندوق النقد العربي بإعداداتها للبورصات المدرجة في مؤشراته، وهو ما يمكن استعراضه على النحو التالي:

١- واقع أسواق المال الخليجية خلال العام ٢٠٠٩م[1].

تأثر قطاع أسواق المال الخليجية بالأزمة المالية العالمية، بشكل مباشر من خلال خروج الاستثمارات منها إثر الأزمة وما أنتجته من أجواء عدم التيقن لدى جمهور المستثمرين ونظرتهم على هذه الأسواق وتوقعاتهم المستقبلية، وبشكل غير مباشر من خلال التباطؤ في النشاط الاقتصادي والاستثماري الحقيقي، مما أثر على أداء الشركات المدرجة في هذه الأسواق وربحيتها.

وقد تفاوت هذا التأثر بين الأسواق والبورصات الخليجية وفقاً لدرجة ارتباطها بالأسواق العالمية ومدى قدرتها على استقطاب الاستثمارات الأجنبية. ولاشك أن الأسواق الأكثر ارتباطاً بالأسواق العالمية والأكثر استقطاباً للاستثمارات الأجنبية، هي الأسواق الأكثر عمقاً وتطوراً وسيولة، والتي كانت الأكثر تأثراً بالأزمة العالمية مقارنة بالأسواق الأقل ارتباطاً أو انفتاحاً على الأسواق المالية العالمية.

ولقد كان أداء أسواق المال الخليجية خلال عام ٢٠٠٩ متفاوتاً حيث واصلت الأسواق الخليجية في الأشهر الأولى من العام تراجعها الذي بدأته خلال النصف الثاني من عام ٢٠٠٨، ومع بداية النصف الثاني من عام ٢٠٠٩ بدأت هذه الأسواق أسوة ببقية الأسواق العالمية والناشئة، تعافيها لتنهي عام ٢٠٠٩ على ارتفاع، عوضت به جزءاً من خسائرها، إلا أن هذا الارتفاع كان أقل من الارتفاعات المماثلة التي سجلتها الأسواق الناشئة خلال العام، حيث تأثر هذا الارتفاع أو التعافي للأسواق الخليجية بأزمة مشكلة ديون شركات دبي في الأشهر الأخيرة من عام ٢٠٠٩.

ومع تفاوت أداء الأسواق الخليجية وفقاً لمؤشرات أسعارها خلال عام ٢٠٠٩، فقد شهدت أيضاً الأسواق الخليجية تراجعاً ملحوظاً على صعيد الإصدارات الأولية، وكذلك على صعيد مستويات السيولة في الأسواق الثانوية، ومستويات ومؤشرات الربحية، كما

---

١- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، الفصل السابع "التطورات النقدية والمصرفية وفي أسواق المال العربية"، ٢٠١٠، ص ١٥٥.

انخفضت كذلك خلال العام تدفقات الاستثمارات الأجنبية إلى هذه الأسواق أسوة بمعظم الأسواق الأخرى، ولم يقتصر ذلك على أسواق الأسهم، بل شمل أيضاً أسواق السندات والصكوك التي شهدت تراجعاً في نشاط إصداراتها الأولية خلال عام ٢٠٠٩، بالمقارنة مع الفترة التي شاهدتها هذه الإصدارات في الأعوام السابقة.. وتفصيل ذلك:

- أسواق الإصدارات الأولية[١].

شهدت أسواق الإصدارات الأولية من الأسهم تراجعاً ملحوظاً خلال عام ٢٠٠٩ عما كان عليه نشاط هذه الإصدارات في السنوات السابقة. ويعكس ذلك تأثير الأزمة المالية العالمية وتراجع الثقة بالأسواق المالية. وتظهر البيانات أن عدد الإصدارات الأولية قد انخفض من ٧١ إصداراً جديداً خلال عام ٢٠٠٧ إلى ٥٤ إصداراً خلال عام ٢٠٠٨، ثم إلى ١٧ إصداراً فقط خلال عام ٢٠٠٩، وهو العدد الأقل من الإصدارات الأولية منذ بداية عقد التسعينات، هذا وقد بلغت قيمة الإصدارات الأولية نحو ٢,١٤ مليار دولار فقط خلال عام ٢٠٠٩، مقارنة بحوالي ١٤,٤ مليار و١٣,٢ مليار دولار خلال عامي ٢٠٠٧ و٢٠٠٨ على التوالي.

- مؤشرات السيولة

تراجعت أحجام التداول خلال عام ٢٠٠٩ عما كانت عليه في عام ٢٠٠٨، فقد انخفضت القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة خلال عام ٢٠٠٩ وللعام الثاني على التوالي بنسبة بلغت نحو ٣٥% مقارنة بعام ٢٠٠٨، لتصل القيمة الإجمالية إلى ٦٥٤ مليار دولار خلال عام ٢٠٠٩ مقابل ٩٩٨ مليار دولار خلال عام ٢٠٠٨، وشكلت قيمة الأسهم المتداولة في ستة أسواق فقط، وهي سوق الأسهم السعودي وسوق الكويت وسوقي الإمارات وبورصة قطر بالإضافة إلى البورصة المصرية، ما نسبته ٩٣,٩% من إجمالي قيمة التداول في الأسواق المالية العربية مجتمعة خلال عام ٢٠٠٩، منها ٥١,٦% حصة سوق الأسهم السعودي لوحده، وفي ضوء ذلك انخفض معدل حجم التداول اليومي ليصل إلى ٢٦١٣ مليون دولار خلال عام ٢٠٠٩، مقابل ٤٠٠٢ مليون دولار خلال عام ٢٠٠٨، وقد شهد هذا المعدل انخفاضاً في جميع الأسواق دون استثناء[٢].

- معدل دوران الأسهم

(إجمالي قيمة الأسهم المتداولة كنسبة من متوسط إجمالي القيمة السوقية) فقد كان سوق الكويت الأنشط حيث سجل أعلى معدل لدوران الأسهم بين الأسواق الخليجية خلال

---

١- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد ٢٠١٠، مرجع سابق، ص ١٥٧.

٢ -Abdullah M. H. Alharbi, "Nonlinearity and market efficiency in GCC stock markets", ProQuest Dissertations and Theses, ٢٠٠٩.

عام ٢٠٠٩ بنسبة بلغت ١٢٦,٥%، تلاه سوق الأسهم السعودي بنسبة ١١٩%، ثم بورصة عمان بنحو ٤٠%، وتراوح معدل دوران الأسهم بين ٢٠% و٤٠% لدى أسواق عمّان ومسقط وقطر وأبو ظبي، فيما كان سوق البحرين الأقل نشاطاً خلال عام ٢٠٠٩ بنسبة ٢,٦%. وبالمقارنة مع العام ٢٠٠٨ فإن معظم الأسواق الخليجية شهدت تراجعاً في معدلات دوران الأسهم لتعكس بذلك من جهة انخفاض الأسعار خلال العام انعكاساً لتداعيات الأزمة المالية، ومن جهة أخرى انخفاض نشاط التداول في عدد من الأسواق. انظر الجدول رقم[1].

- تدفقات الاستثمار الأجنبي[1].

واصلت الاستثمارات الأجنبية في الأسواق الخليجية تراجعها خلال عام ٢٠٠٩ منذ التراجع الذي سجلته في النصف الثاني من عام ٢٠٠٨ إثر نشوء الأزمة. وقد شهدت تدفقات الاستثمار الأجنبي في البورصات الخليجية تزايداً ملحوظاً في الفترة التي سبقت الأزمة. وتتفاوت التعاملات الفعلية خلال عام ٢٠٠٩ للمستثمرين العرب والأجانب ضمن الأسواق الخليجية.

في هذا الصدد، تظهر البيانات أن حصة تعاملات الأجانب بما فيهم العرب (بيعاً وشراءاً) من القيمة الإجمالية للتداول في السوق قد وصلت أعلاها لدى بورصة عمان وسوق البحرين عند ٤٤,٢% و٤٣,٦% على التوالي، ثم في سوقي أبو ظبي ودبي عند ٣٩,٩% و٣٩,٨% على التوالي. وبلغت نسبة تعاملات الأجانب بما فيهم العرب في بورصة قطر حوالي ٣٤,٩%، ولدى سوق مسقط بنحو ٢٥,٢% على التوالي. كما وصلت نسبة تعاملات الأجانب بما فيهم العرب في سوق الكويت نحو ٨,٣%. وفي المقابل كان السوق السعودي الأقل بالنسبة لتعاملات الأجانب بما فيهم العرب والتي لم تتجاوز ٣,٥% من قيمة التداولات الإجمالية خلال عام ٢٠٠٩.

والجدير بالذكر أن عمليات البيع للأجانب بما فيهم العرب خلال عام ٢٠٠٩ قد فاقت بشكل طفيف عمليات الشراء في معظم الأسواق مما يعني تدفق صافي سلبي إلى البورصات الخليجية خلال هذا العام كما كان عليه الحال خلال عام ٢٠٠٨، عاكساً بذلك خروج المستثمرين الأجانب من هذه الأسواق. وقد كانت بورصة قطر الوحيدة بين أسواق دول مجلس التعاون الخليجي التي سجل فيها الأجانب عمليات شراء فاقت قليلاً عمليات البيع خلال عام ٢٠٠٩، وفي سوق دبي المالي تجاوزت عمليات شراء الأجانب بما فيهم العرب عمليات البيع في الأشهر التسعة الأولى من عام ٢٠٠٩، إلا أنها انعكست في الربع الأخير من العام إثر نشوء مشكلة ديون دبي العالمية.

---

١- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد ٢٠١٠، مرجع سابق، ص ١٦٢.

- تطورات أسواق الصكوك

انفردت دول مجلس التعاون الخليجي بإصدار الصكوك خلال عام ٢٠٠٩، وبلغت القيمة الإجمالية لإصدارات الصكوك حوالي ٧ مليار دولار خلال العام مقابل ٩ مليار دولار خلال عام ٢٠٠٨، ويعزى انخفاض وتيرة الإصدارات من الصكوك والتراجع النسبي في الإقبال عليها إلى تداعيات الأزمة المالية العالمية، بالإضافة إلى عامل آخر برز في الفترة الأخيرة، يتعلق ببعض المشاكل القانونية التي قللت من جاذبية الصكوك مقارنة مع السندات.

والجدير بالذكر أن الإمارات تصدرت المرتبة الأولى من حيث قيمة إصدارات الصكوك خلال الفترة (٢٠٠٥ - ٢٠٠٩) بنحو ٢٩,١ مليار دولار (الثانية عالمياً بعد ماليزيا)، تلتها السعودية بقيمة إجمالية بلغت ١٢,٥ مليار دولار، فالبحرين بنحو ٦,٣ مليار دولار فالكويت وقطر.

- المؤشرات المالية[١].

سجلت معظم الأسواق الخليجية تراجعاً في الأرباح الإجمالية الصافية لشركاتها المدرجة، وبوجه خاص، في القطاعات الاقتصادية الأكثر تأثراً بالأزمة المالية، وهي قطاعات الاستثمار والبنوك والعقار. كما انعكس تراجع الأرباح المحققة وكذلك التوزيعات المعلنة على مؤشرات الربحية والعائد المختلفة. وشهد مؤشر مضاعف السعر (P/E) ارتفاعاً لدى معظم أسواق المال الخليجية عن عام ٢٠٠٨، عاكساً بذلك في جزء منه تراجع الأرباح. أما مؤشر العائد على الأسهم (DY) فقد شهد انخفاضاً في معظم أسواق المال الخليجية عن عام ٢٠٠٨، عاكساً بذلك تراجع حجم توزيعات الأرباح المعلنة.

وعلى صعيد مؤشر مضاعف السعر، فقد ارتفع في عام ٢٠٠٩ بالمقارنة مع عام ٢٠٠٨ في جميع أسواق المال الخليجية، باستثناء بورصة قطر، حيث سجل انخفاضات طفيفة بالمقارنة عما كان عليه عن عام ٢٠٠٨.

أما مؤشر العائد على الأسهم (DY)، فقد تراجع في عام ٢٠٠٩ لدى جميع أسواق المال الخليجية، باستثناء سوق مسقط، وبلغ هذا المعدل أعلاه بين الأسواق الخليجية لدى سوق مسقط عند ٦,٤%. كما بلغ هذا المعدل في عام ٢٠٠٩ لأسواق كل من البحرين والكويت ودبي بنحو ٤,٨% و٤,٣% و٣,٤% على التوالي مقارنة مع ٦,٥% و٦,٨% و٥,٩% في عام ٢٠٠٨.

---

١- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد ٢٠١٠، مرجع سابق، ص ١٥٩.

جدول رقم (٨)

أهم مؤشرات أداء الأسواق المالية الخليجية خلال العام ٢٠٠٩[1].

| سوق الأوراق المالية | عدد الشركات | القيمة السوقية (بالمليون دولار) | التغير في مؤشر الأسعار | معدل دوران الأسهم (%) | معدل التقلب (%) | مضاعف السعر (مرة) | العائد على السهم (%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| بورصة أبو ظبي | ٦٧ | ٨٠,٢٠١ | ١٤,٨ | ٢٥,٢ | ٢٤,٩٤ | ٩,١٦ | ٤,١٨ |
| بورصة مسقط | ١٢٠ | ٢٣,٦١٦ | ١٧ | ٣٠,٥ | ٢٥,٣٣ | ٨,٦٧ | ٦,٤٤ |
| بورصة البحرين | ٤٩ | ١٦,٢٦٣ | ١٩,٢- | ٢,٦ | ١١,٤٩ | ١١,٠٤ | ٤,٧٦ |
| بورصة الدوحة | ٤٤ | ٨٧,٩٣٠ | ١,١ | ٣٠,٨ | ٣٦,٠٣ | ١٠,٧٤ | ٣,٨١ |
| بورصة دبي | ٦٧ | ٥٨,٠٩٥ | ١٠,٢ | ٧٨ | ٣٩,٨٨ | ٩,٠١ | ٣,٤ |
| بورصة الكويت | ٢٠٥ | ٩٣,٨٢٤ | ١٠- | ١٢٦,٥ | ١٥,٦٤ | ١٥,١٥ | ٤,٣١ |
| بورصة السعودية | ١٣٥ | ٣١٨,٧٥١ | ٢٧,٥ | ١١٩ | ٢٣,٩٨ | ١٦,٠ | ٢,٩٣ |

(*) صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية ٢٠١٠.

٢- واقع أسواق المال الخليجية خلال العام ٢٠١٠م[2].

أدى التحسن في أداء الاقتصاديات الخليجية خلال العام ٢٠١٠، إلي جانب التحسن الذي شاهدته غالبية الأسواق المالية العالمية الناشئة إلي استمرار المنحى التصاعدي التدريجي لمؤشرات أسواق المال الخليجية خلال عام ٢٠١٠ بصورة عامة. وان كانت لا تزال هذه المؤشرات بعيدة عن مستوياتها قبل الأزمة المالية العالمية في معظم الأسواق، وذلك على عكس الأسواق المتقدمة والناشئة التي باتت تقترب من مستوياتها لما قبل الأزمة، وبعضها قد وصل إلي هذه المستويات. ومن ابرز مظاهر التحسن معاودة تدفق الاستثمار الأجنبي إلي الأسواق الخليجية في الربع الأخير من عام ٢٠١٠، وتجدر الإشارة أيضا إلي معاودة التحسن في

١- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، الفصل السابع "التطورات النقدية والمصرفية وفي أسواق المال العربية"، ٢٠١٠، ص ١٦٠.

٢- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، الفصل السابع "التطورات النقدية والمصرفية وفي أسواق المال العربية، ٢٠١١، ص ١٤٠.

نشاط الإصدارات الأولية بعد هدوء ملحوظ في عام ٢٠٠٩. ولم يقتصر التحسن خلال العام ٢٠١٠ على الإصدارات الجديدة من الأسهم بل شمل أيضا إصدارات السندات، الذي قابله تراجع في إصدار الصكوك. ومن جانب آخر واصلت الهيئات والسلطات جهودها في تعزيز الحماية والرقابة والذي تمثل في إدخال ضوابط وتعليمات جديدة، بالإضافة إلي إيلاء المزيد من الاهتمام بمسائل تطبيق معايير وممارسات الحوكمة السليمة وتنشيط التداول، حين قامت دول مجلس التعاون الخليجي باتخاذ الخطوات الأولية على صعيد مشروع نظام موحد لإدراج الأسهم وتبني لوائح موحدة لإصدار وطرح الأوراق المالية ... وتفصيل ذلك:

- أسواق الإصدارات الأولية

عاودت أسواق الإصدارات الأولية من الأسهم تحسناً خلال عام ٢٠١٠، مقارنة مع العام الماضي، ويعكس ذلك انحسار تأثير الأزمة المالية العالمية وتحسن الثقة بالأسواق المالية الخليجية، حيث بلغ عدد الإصدارات الأولية في جميع البورصات (العربية والخليجية) خلال ٢٠١٠ نحو ٢٧ إصدار مقابل ١٧ إصدار خلال ٢٠٠٩، وقد بلغت القيمة الإجمالية لهذه الإصدارات حوالي ٢٧٥١ مليون دولار خلال ٢٠١٠، بارتفاع بلغ نسبته نحو ٢٨% عن قيمة تلك الإصدارات في ٢٠٠٩.

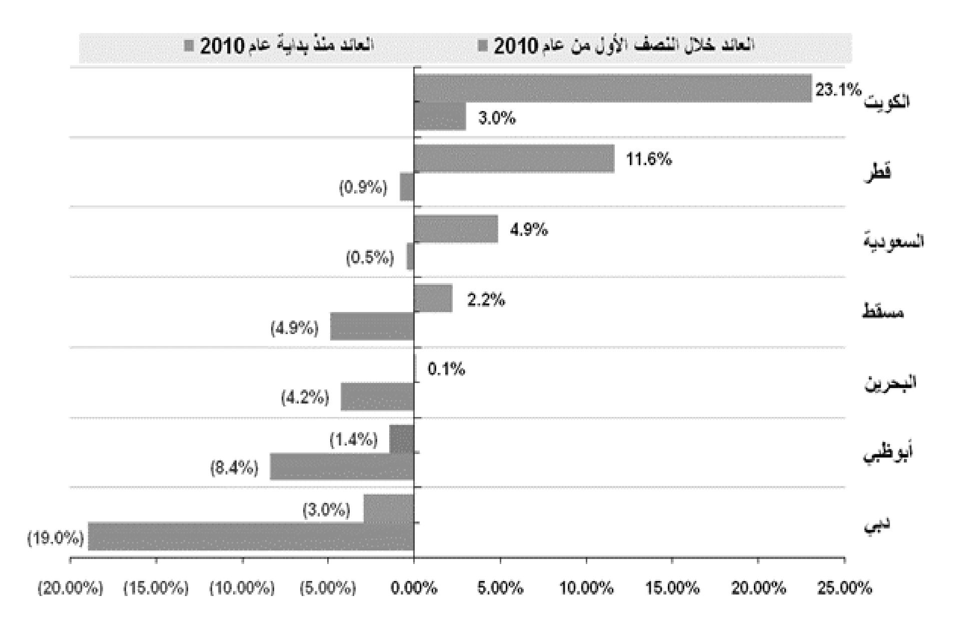
- مؤشرات السيولة

تراجعت أحجام التداول بشكل كبير خلال العام ٢٠١٠ مقارنة بما كانت عليه خلال العام ٢٠٠٩، فقد انخفضت القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة للعام الثاني على التوالي بنسبة بلغت نحو ٤٢%، لتصل القيمة الإجمالية إلي نحو ٣٨٠ مليار دولار في عام ٢٠١٠ مقابل نحو ٦٥٤ مليار دولار خلال عام ٢٠٠٩، وشكلت قيمة الأسهم المتداولة في ستة أسواق فقط، وهي سوق الأسهم السعودي وسوق الكويت وسوقي الإمارات وبورصة قطر بالإضافة إلي البورصة المصرية، ما نسبته ٩١,٤% من إجمالي قيمة التداول في الأسواق المالية العربية مجتمعة خلال العام ٢٠١٠، منها حصة سوق الأسهم السعودي البالغة ٥٣,٣%.

وعلى صعيد أداء مؤشرات أسواق الأسهم الخليجية، برز مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية كأفضل أداءً منذ بداية عام ٢٠١٠ وبنسبة ارتفاع وصلت إلى ٢٣,١% كما في نهاية تداولات يوم ١٠ أكتوبر ٢٠١٠. وقد جاءت في المركز الثاني بورصة قطر حيث استطاع المؤشر أن يحقق عائد منذ بداية العام الحالي بنسبة ١١,٦%. وعلى غرار الأداء السلبي للقيمة السوقية منذ بداية العام لم يستطع كل من مؤشر سوق دبي المالي ومؤشر سوق أبوظبي للأوراق تحقيق عوائد إيجابية حيث تراجع كل منهما بنسبة ٣% و١,٤% وذلك بسبب المخاوف نتيجة دائرة الديون التي ما زالت البنوك الإماراتية عالقة بها بسبب أزمة الديون التي تعاني منها بعض الشركات الإماراتية.

شكل رقم (١٦)

أداء أسواق المال الخليجية خلال العام ٢٠١٠[١].




(*) إدارة بحوث الاستثمار في شركة مشاريع الكويت الاستثمارية لإدارة الأصول (كامكو)، ٢٠١٠/١٠/١٣.

- معدل دوران الأسهم

(إجمالي قيمة الأسهم المتداولة كنسبة من متوسط إجمالي القيمة السوقية) بلغ معدل الدوران لدى السوق المالية السعودية نحو ٦٠,٢%، فيما تراوح معدل دوران الأسهم ما بين ١٥% و٤٠% لدى أسواق دبي وقطر، وقد كان دون ذلك في باقية الأسواق، وكانت سوقي أبو ظبي والبحرين الأقل نشاطاً خلال العام ٢٠١٠ بنسبة ١١,٤% و١,٦% على التوالي.

استطاعت أسواق الأسهم الخليجية أن تسجل ارتفاعا في قيمتها السوقية منذ بداية العام الحالي بنحو ٥٧,٥ مليار دولار أميركي وبنسبة ارتفاع بلغت ٨,٤% لتصل بذلك القيمة السوقية الإجمالية لأسواق الأسهم الخليجية إلى ٧٤٠,١ مليار دولار أميركي كما في نهاية تداولات يوم ١٠ أكتوبر ٢٠١٠. وقد جاء هذا الارتفاع نتيجة الارتفاع الملحوظ في

١- إدارة بحوث الاستثمار في شركة مشاريع الكويت الاستثمارية لإدارة الأصول (كامكو)، "تقرير عن أداء الأسواق المالية الخليجية وتحليل مؤشرات التقييم المالية"، ٢٠١٠/١٠/١٣، متاح على:
http://www.kamconline.com/NewsDetails.aspx?newsId=٤٣٨٥٧&language=ar.

القيمة السوقية لمعظم الأسواق باستثناء الأسواق المالية الإماراتية حيث تراجعت القيمة السوقية لكل من سوق دبي المالي وسوق أبو ظبي للأوراق المالية بنسبة ٣,٣% و٤,٤% على التوالي أو ما يعادل ٥,٤٤ مليار دولار أميركي. أما على صعيد الأسواق المالية الأفضل أداءً منذ بداية العام الحالي، تصدرت القائمة بورصة قطر وسوق الكويت للأوراق المالية بارتفاع في القيمة السوقية نسبته ٢٧,٤% و١٧,٢% لتصل القيمة السوقية إلى ١١٢ مليار دولار أميركي و١٢٣,٦ مليار دولار أميركي على التوالي. أما السوق المالية السعودية وهو أكبر سوق مالي خليجي من حيث القيمة السوقية فقد تمكن من تحقيق ارتفاع بنسبة ٦,١% في قيمته السوقية وذلك منذ بداية عام ٢٠١٠ وبزيادة قدرها ١٩,٥ مليار دولار لتصل إجمالي القيمة الرأسمالية إلى ٣٣٨,٣ مليار دولار أميركي. انظر الجدول رقم (٢).

- تدفقات الاستثمار الأجنبي[١].

شهدت الاستثمارات الأجنبية في الأسواق الخليجية تحسناً نسبياً بصورة عامة في العام ٢٠١٠، وخاصة خلال الربع الأخير منه، إلا أن في المحصلة الكلية كان رصيد معاملات بيع الأجانب أكثر قليلاً من مشترياتهم خلال عام ٢٠١٠ لتسجل هذه الاستثمارات تدفقاً صافياً سالباً وإنما اقل من مثيله عن العام السابق. هذه وتظهر البيانات خروج الاستثمار الأجنبي (صافي تدفق سالب) من أسواق أبو ظبي والكويت ومسقط والبحرين، وفي المقابل سجل الاستثمار الأجنبي تدفقاً إلي أسواق كل من دبي وقطر.

- تطورات أسواق الصكوك

تواصل تراجع نشاط إصدار الصكوك في الدول العربية خلال العام ٢٠١٠، وللعام الثالث على التوالي، حيث تظهر البيانات المجمعة تراجع إصدار الصكوك في جميع البورصات (العربية والخليجية) ١٣,٨% لتبلغ القيمة الإجمالية لإصدارات الصكوك حوالي ٦,٩ مليار دولار خلال العام ٢٠١٠، مقابل ٨,٠ مليار دولار خلال العام السابق ٢٠٠٩[٢].

---

١- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد ٢٠١١، مرجع سابق، ص ١٥٦.

٢- John L. Simpson, "Financial Integration in the GCC Stock Markets: Evidence from the Early ٢٠٠٠s Development Phase", journal of Economic Cooperation, ٢٩, ٢٠٠٨, p ١-٢٥.

جدول رقم (٩)

أهم مؤشرات أداء الأسواق المالية الخليجية خلال العام ٢٠١٠[1].

| سوق الأوراق المالية | عدد الشركات | القيمة السوقية (بالمليون دولار) | التغير في مؤشر الأسعار | معدل دوران الأسهم (%) | مضاعف السعر (مرة) | العائد على السهم (%) |
|---|---|---|---|---|---|---|
| بورصة أبو ظبي | ٦٤ | ٧٧,٠٨١ | ٠,٩- | ١١,٤ | ١٠,٠٦ | ٣,٩٥ |
| بورصة مسقط | ١١٩ | ٢٨,٣٠٩ | ٦,١ | ١٣,٢ | ١٠,٤١ | ٤,٧٤ |
| بورصة البحرين | ٤٩ | ٢٠,٠٦٠ | ١,٨- | ١,٦ | ١٠,٦٦ | ٤,٧٦ |
| بورصة الدوحة | ٤٣ | ١٢,٣٦٤١ | ٢٤,٨ | ١٧,٤ | ١٤,١٣ | ٣,٣١ |
| بورصة دبي | ٦٥ | ٥٤٦,٩٢ | ٩,٦- | ٢٨,٥ | ١٠,٦٧ | ٢,٩٨ |
| بورصة الكويت | ٢١٤ | ١١٣,٨٨٣ | ٠,٧- | ٤٢,١ | ١٨,٠٠ | ٤,١٥ |
| بورصة السعودية | ١٤٦ | ٣٥٣,٤٠٠ | ٨,٢ | ٦٠,٢ | ١٤,٨٣ | ٣,١١ |

(*) صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية ٢٠١١.

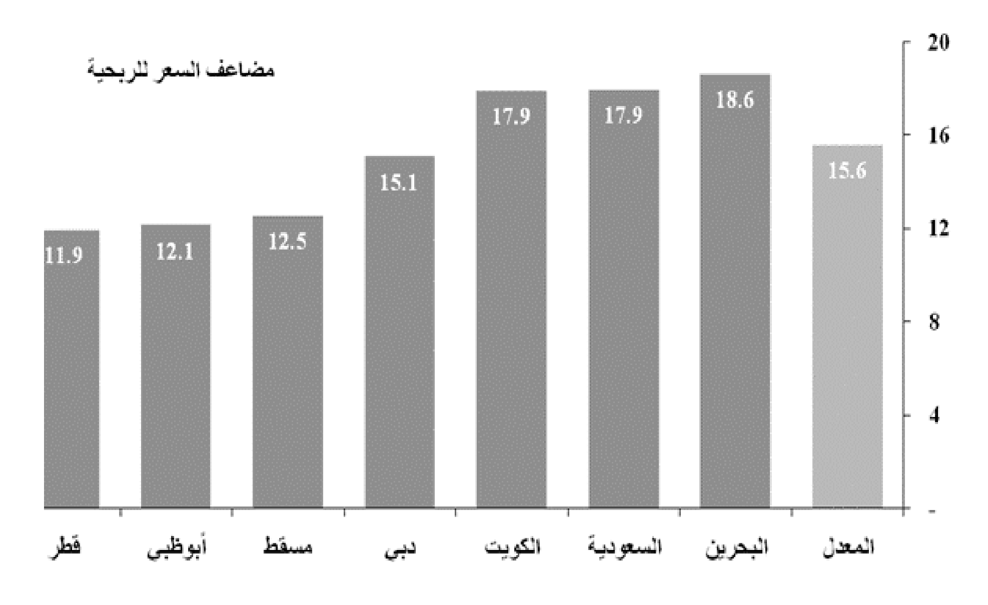
- مؤشرات التقييم لأسواق الأسهم الخليجية

بالنسبة لمؤشرات التقييم لأسواق الأسهم الخليجية، بعد أن وصلت إلى أعلى مستوى لها خلال عام ٢٠٠٩ نتيجة الخسائر الفادحة التي لحقت بعدد كبير من الشركات المدرجة، عادت لتسجل تحسنا ملحوظاً مدفوعة بالتحسن في أداء الأسواق المالية وارتفاع أسعار النفط واستقرارها فوق مستوى الـ ٧٠ دولار أميركي للبرميل، بالإضافة إلى عودة الشركات إلى تسجيل الأرباح عوضاً عن الخسائر التي لحقت بها خلال عامي ٢٠٠٨ و٢٠٠٩. سجل معدل مضاعف السعر للربحية ومضاعف السعر للقيمة الدفترية ١٥,٦ مرة و١,٦٤ مرة كما في ١٠ أكتوبر ٢٠١٠.

١- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، الفصل السابع "التطورات النقدية والمصرفية وفي أسواق المال العربية"، ٢٠١١، ص ١٤٣.

شكل رقم (١٧)

مضاعف السعر للربحية (x) لأسواق الأسهم الخليجية ١٠ أكتوبر ٢٠١٠[1].




(*) إدارة بحوث الاستثمار في شركة مشاريع الكويت الاستثمارية لإدارة الأصول

(كامكو)، ٢٠١٠/١٠/١٣.

وتعتبر بورصة قطر من أرخص الأسواق الخليجية وبمضاعف سعر إلى الربحية ١١,٩ مرة مقارنة مع ١٨,٦ مرة لسوق البحرين للأوراق المالية والذي يعتبر حاليًا من أغلى الأسواق الخليجية. أما بالنسبة للسوق السعودي بلغ مضاعف السعر للربحية حوالي ١٧,٩ مرة ومن المتوقع أن ينخفض تدريجياً بعد الأخذ في الحسبان نتائج الربع الثالث والربع الأخير من عام ٢٠١٠ حيث من المتوقع أن تسجل الشركات المدرجة في السوق السعودي نتائج مالية أفضل من التي سجلتها خلال نفس الفترة من عام ٢٠٠٩.

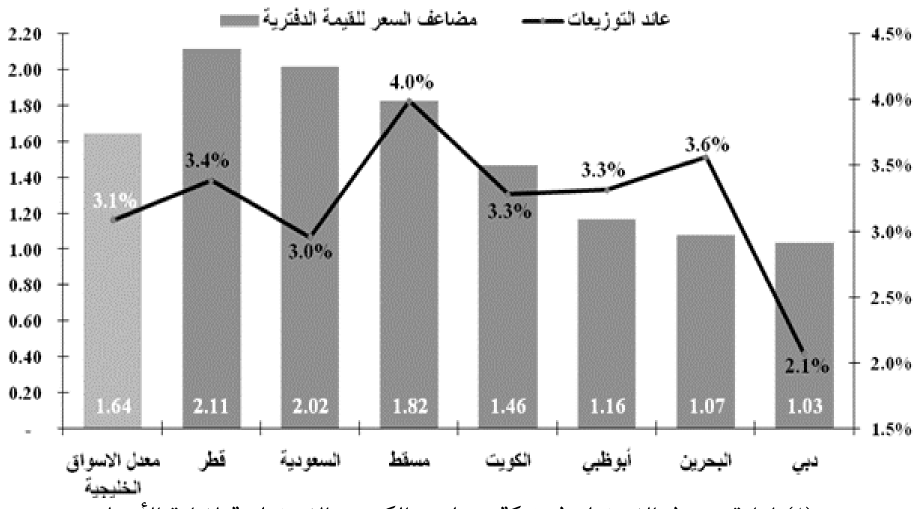
---

١- إدارة بحوث الاستثمار في شركة مشاريع الكويت الاستثمارية لإدارة الأصول (كامكو)، "تقرير عن أداء الأسواق المالية الخليجية وتحليل مؤشرات التقييم المالية"، ٢٠١٠/١٠/١٣، متاح على:

http://www.kamconline.com/NewsDetails.aspx?newsId=٤٣٨٥٧&language=ar.

شكل رقم (١٨)

مقارنة بين مضاعف السعر للقيمة الدفترية وعائد التوزيعات للأسواق المالية الخليجية ١٠ أكتوبر[1] ٢٠١٠




(*) إدارة بحوث الاستثمار في شركة مشاريع الكويت الاستثمارية لإدارة الأصول

(كامكو)، ٢٠١٠/١٠/١٣.

وقد شهد عام ٢٠١٠ تحسناً ملحوظاً في مؤشرات التقييم لسوق الكويت للأوراق المالية بعد أن وصلت إلى مستويات قياسية خلال عام ٢٠٠٩ والتي تعدى فيها مضاعف السعر للربحية الـ ٥٠ مرة وذلك نتيجة الخسائر الكبيرة التي منيت بها العديد من الشركات. أما حالياً فقد تمكن سوق الكويت من العودة إلى مستويات جيدة نوعا ما في مؤشرات التقييم حيث وصل مضاعف السعر للربحية ومضاعف السعر للقيمة الدفترية إلى ١٧,٩ مرة و١,٤٦ مرة وذلك نتيجة التحسن التدريجي في أداء الشركات التشغيلية والعودة إلى الربحية بعد الخسائر التي سجلت خلال عام ٢٠٠٩ والربع الأخير من عام ٢٠٠٨.

٣- واقع أسواق المال الخليجية خلال العام ٢٠١١م

شهدت غالبية أسواق المال الخليجية خلال عام ٢٠١١ خسائر كبيرة، حيث طغت أحداث الربيع العربي ومشاكل الديون السيادية في منطقة اليورو وتباطؤ النمو الاقتصادي العالمي على التطورات المالية الإيجابية التي طرأت على الميزانية العامة لمعظم الدول

١- إدارة بحوث الاستثمار في شركة مشاريع الكويت الاستثمارية لإدارة الأصول (كامكو)، "تقرير عن أداء الأسواق المالية الخليجية وتحليل مؤشرات التقييم المالية"، ٢٠١٠/١٠/١٣، متاح على:
http://www.kamconline.com/NewsDetails.aspx?newsId=٤٣٨٥٧&language=ar.

الخليجية نتيجة ارتفاع أسعار النفط وبالتالي استغلال الفوائض المالية في دعم الاقتصاد وتمويل المشاريع الحيوية. بعد ارتفاع قيمتها السوقية بـ ٨٠ مليار دولار أميركي و٩٠ مليار دولار أميركي خلال عامي ٢٠٠٩ و٢٠١٠ على التوالي، خسرت البورصات الخليجية ٥٦ مليار دولار أميركي من قيمتها السوقية[1]، خلال عام ٢٠١١، وكانت الخسارة الأكبر لدى الأسواق الأكثر ارتباطاً بالأسواق العالمية، حيث كانت الخسارة الأكبر لبورصة الكويت بحوالي ٢٦ مليار دولار أميركي نتيجة الأجواء السلبية التي كانت نتيجة عدة عوامل أبرزها التباطؤ في تنفيذ المشاريع التنموية وتنظيم البورصة وشح السيولة لدى المستثمرين. أما سوق الأسهم السعودي فقد خسر ١٤,٥ مليار دولار أميركي من قيمته السوقية خلال عام ٢٠١١ بالرغم من السيولة العالية وتحسن ربحية الشركات حيث بدا واضحاً مدى تأثر سوق الأسهم السعودي بالتطورات الخارجية.

لم يكن وضع أسواق دبي وأبو ظبي أفضل، حيث خسرا ١٢ مليار دولار أميركي نتيجة شح السيولة في السوق وهجرة المستثمر الأجنبي. أما بالنسبة لبورصة البحرين وسوق مسقط للأوراق المالية، كانت الخسائر عالية مقارنة بحجم تلك الأسواق إذ بلغت ٣,٩ مليار و٢ مليار دولار أميركي على التوالي. الرابح الوحيد خلال عام ٢٠١١، كانت بورصة قطر حيث ارتفعت قيمتها السوقية بـ ٢ مليار دولار أميركي مدفوعة بالنمو الاقتصادي وتوفر السيولة لتمويل مشاريع البنية التحتية وتطوير إنتاج الغاز.

وقد دفعت هذه التطورات العديد من السلطات الخليجية لاتخاذ بعض الإجراءات سعياً وراء استقرار أسواقها المالية، وهو الأمر الذي ترافق مع تدخل صناديق الاستثمار المحلية في بعض البورصات الخليجية الكبيرة. وقد ساهم ذلك في استعادة البورصات الخليجية جزءاً من خسائرها السابقة. فقد تحسنت مؤشرات بعض هذه البورصات، فيما تقلصت حدة التراجعات في مؤشرات البورصات الأخرى، لتنكمش خسائر هذه البورصات مع نهاية الربع الأول إلى نحو ٢٥ مليار دولار فقط. وقد استمر الاستقرار النسبي خلال الربع الثاني من العام، حيث شهدت مؤشرات البورصات الخليجية انخفاضات نسبية محدودة. وقد عزز من هذا الاستقرار النسبي، ارتفاع تقديرات النمو الاقتصادي لأغلب الدول الخليجية، مستفيدة بذلك من تحسن أسعار النفط.. وتفصيل ذلك:

---

١- إدارة بحوث الاستثمار في شركة مشاريع الكويت الاستثمارية لإدارة الأصول (كامكو)، "أداء أسواق الأسهم الخليجية خلال عام ٢٠١١ والنظرة المستقبلية على تلك الأسواق"، ٢٠١٢/١٨/١٨، متاح على:
http://www.kamconline.com/NewsDetails.aspx?newsId=٤٤٠٨٥&language=ar

- أسواق الإصدارات الأولية[1].

تراجع نشاط الإصدارات الأولية الخليجية من الأسهم خلال العام ٢٠١١، بعد أن كان قد شهد تحسناً ملموساً خلال العام الماضي مقارنة مع العام ٢٠٠٩، حيث بلغ عدد الإصدارات الجديدة خلال هذا العام (لا تشمل زيادات رأس المال)، ١٦ إصداراً فقط بقيمة إجمالية وصلت إلى ٨٥٣ مليون دولار، مقابل ٢٧ إصدارا بقيمة بلغت ٢٧٥٠,٥ مليون دولار عن عام ٢٠١٠، ويمثل حجم إصدارات عام ٢٠١١ الأدنى لمجموع الأسواق العربية خلال قرابة عقد من الزمن. ولم يقتصر التراجع في عام ٢٠١١ على عدد وحجم الإصدارات، بل كذلك فيما يتعلق بنسب التغطية التي انخفضت لتعكس بذلك انكماش السيولة المتاحة في هذه الأسواق وثقة المستثمرين، فقد بلغت نسبة التغطية في المتوسط لمجموع إصدارات عام ٢٠١١ حوالي ١,٣١ مرة فقط مقابل ٧,٣٧ مرة كمتوسط لمجموع إصدارات عام ٢٠١٠. ويذكر أن هذا المتوسط كان قد بلغ نحو ١٥,١٤ مرة عن عام ٢٠٠٧، مع تدافع المصارف كذلك لتقديم تسهيلات ائتمانية واسعة للمشاركة في الاكتتابات الأولية، هذا وقد توزعت الإصدارات الجديدة خلال عام ٢٠١١، بين خمسة إصدارات في السعودية، وثلاثة إصدارات في الإمارات، وكان أكبر إصدارات هذا العام، الإصدار الأولي لشركة إشراق العقارية في الإمارات بقيمة بلغت نحو ٢٢٩ مليون دولار (٥٥% من رأس المال) يليها إصدار شركة أسمنت حائل في السعودية بقيمة قاربت ١٣١ مليون دولار (٥% من رأس المال).

والجدير بالملاحظة فيما يتعلق بالقطاعات الاقتصادية لهذه الإصدارات الأولية خلال عام ٢٠١١، تصدر قطاع الصناعة بخمسة إصدارات مقابل أربعة إصدارات للقطاع المالي. وهذه هي أول مرة على الإطلاق تتجاوز فيها إصدارات قطاع معين إصدارات القطاع المالي، الذي يهيمن على أسواق المال الخليجية.

- أداء الأسواق ومؤشرات الأسعار

تراجعت القيمة السوقية الإجمالية لمجموع البورصات (العربية والخليجية) في عام ٢٠١١ بنحو ١٠,٣% لتبلغ نحو ٨٩٤ مليار دولار في نهاية ديسمبر ٢٠١١، لتخسر بذلك هذه البورصات ما مقداره حوالي ١٠٣ مليا ر دولار من قيمتها السوقية. أما على صعيد الأسواق الخليجية فرادى، خسر سوق البحرين نحو ١٧,٣% من القيمة السوقية على التوالي في عام ٢٠١١، وكذلك سجلت بقية الأسواق خسائر قرابة ٤% (السوق المالية السعودية) من

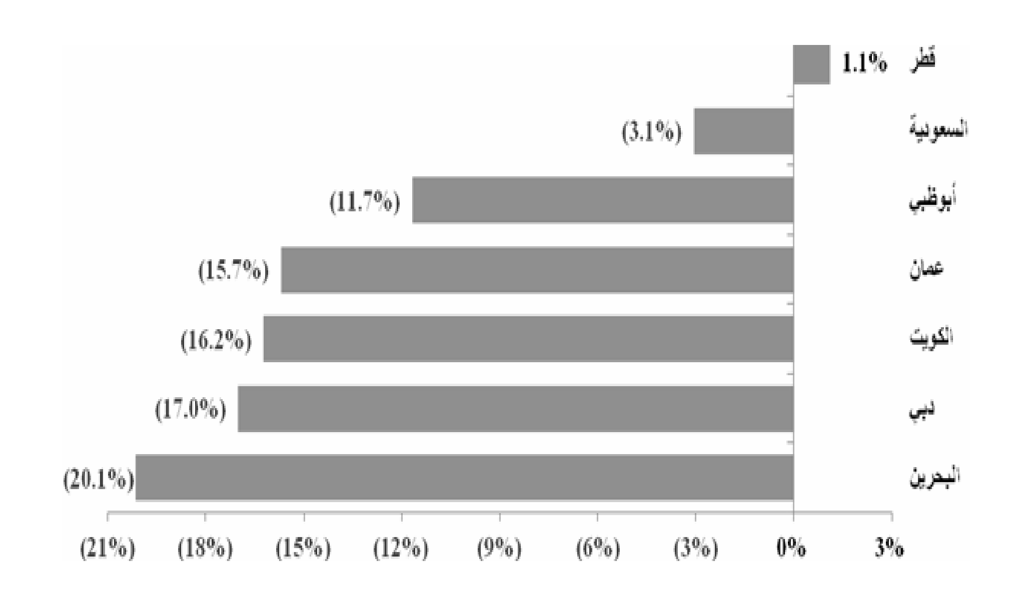
---

١- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، الفصل السابع "التطورات النقدية والمصرفية وفي أسواق المال العربية"، ٢٠١٢، ص ١٥١.

قيمتها السوقية. أما بورصة الدوحة فكانت الوحيدة التي استطاعت تحقيق أداء جيداً نسبياً[1]، حيث ارتفعت القيمة السوقية لبورصة الدوحة بنحو ١,٦%. وارتبط ذلك بالأداء المتميز للاقتصاد القطري خلال العام نفسه، في ظل التوسع الكبير في المشروعات الاستثمارية والتوقعات المستقبلية للاقتصاد القطري، حيث تشير التقديرات أن الاقتصاد القطري سجل معدل نمو حقيقي ملحوظ بلغ نحو ١٩% في عام ٢٠١١، وعكس أداء مؤشرات الأسعار المحلية للبورصات الخليجية هذه التطورات حيث تراجعت مؤشرات أسعار ستة بورصات، بينما ارتفع مؤشر بورصة واحدة فقط هي بورصة الدوحة وبنحو ١,١% (الأفضل للعام الثاني على التوالي). فقد تراجعت مؤشرات أسعار السوق المالية السعودية بنسبة ٣,١%، وتراجعت مؤشرات أسعار بورصات كل من أبو ظبي ومسقط والكويت ودبي والبحرين بنسب تراوحت بين ١١,٤% و٧٢٥%، وهو ما يظهر في الرسم البياني.

شكل رقم (١٩)

أداء مؤشرات أسواق الأسهم الخليجية خلال عام ٢٠١١[2].




(*) إدارة بحوث الاستثمار في شركة مشاريع الكويت الاستثمارية لإدارة الأصول (كامكو)، ٢٠١٢/١٨/١٨.

---

١- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد ٢٠١٢، مرجع سابق، ص ١٥٤.

٢- إدارة بحوث الاستثمار في شركة مشاريع الكويت الاستثمارية لإدارة الأصول (كامكو)، "أداء أسواق الأسهم الخليجية خلال عام ٢٠١١ والنظرة المستقبلية على تلك الأسواق"، ٢٠١٢/١٨/١٨، متاح على:
http://www.kamconline.com/NewsDetails.aspx?newsId=٤٤٠٨٥&language=ar

- نشاط التداول ومؤشرات السيولة

استمرت ظاهرة شح السيولة ملازمة للأسواق الخليجية خلال عام ٢٠١١، وهو ما يرتبط بهيمنة المستثمرين الأفراد الذين لا يزالون يستحوذون على الجزء الأعظم من تداولات هذه الأسواق. وبالرغم من أن حجم التداول الإجمالي لمجموع البورصات الخليجية قد شهد ارتفاعاً نسبياً خلال العام بالمقارنة مع عام ٢٠١٠، إلا أن هذا الارتفاع النسبي قد نتج فقط عن التحسن في السيولة لدى السوق المالية السعودية وبدرجة أقل لدى البورصة القطرية، مع دخول بعض صناديق الاستثمار، في حين كان هناك تراجع واضح في نشاط التداول لدى الأسواق والبورصات الخليجية الأخرى.

تراجعت قيمة الأسهم المتداولة في معظم أسواق الأسهم الخليجية خلال عام ٢٠١١ باستثناء سوق الأسهم السعودي وبورصة قطر حيث ارتفعت القيمة المتداولة في سوق الأسهم السعودي بنسبة ٤٥% مقارنة مع عام ٢٠١٠ لتصل إلى ٢٩٣ مليار دولار أميركي وبالتالي شكلت ٨٢% من إجمالي القيمة المتداولة في أسواق الأسهم الخليجية السبعة مجتمعة والتي بلغت خلال عام ٢٠١١ حوالي ٣٥٦ مليار دولار أميركي. توجهت ٥٥% من السيولة في سوق الأسهم السعودي إلى ثلاثة قطاعات هي البتروكيماويات والتأمين والبنوك حيث يغلب الطابع المضاربي على قطاع التأمين الذي بلغت قيمة التداولات على أسهمه حوالي ٥٣ مليار دولار أميركي. أما قطاع البنوك الذي بلغت قيمة تداولاته حوالي ٢٠ مليار دولار أميركي خلال عام ٢٠١١، كذلك كانت المضاربة واضحة على بعض الأسهم حيث بلغت قيمة التداولات على مصرف الإنماء حوالي ١٠,٤ مليار دولار أميركي أو ما يعادل ٥٣% من السيولة المتداولة على أسهم قطاع البنوك[١]. أما قطاع البتروكيماويات الأكثر تداولاً بقيمة ٨٨ مليار دولار أميركي، تأخذ التداولات عليه الطابع الاستثماري حيث بلغت قيمة الأسهم المتداولة على سهم سابك حوالي ٤١ مليار دولار أميركي وبالتالي شكلت ٤٦% من القيمة المتداولة على أسهم القطاع خلال عام ٢٠١١.

بالإضافة إلى المضاربة على الأسهم حيث نشاط المستثمرين الأفراد يفوق الاستثمار المؤسساتي، ساهمت التوجهات الاستثمارية الطويلة المدى لدى المؤسسات في تنشيط السيولة في سوق الأسهم السعودي. أما في بورصة قطر، فقد ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة خلال عام ٢٠١١ بنسبة ٢٤% لتسجل ٢٣ مليار دولار أميركي. حيث تركزت التداولات

١- إدارة بحوث الاستثمار في شركة مشاريع الكويت الاستثمارية لإدارة الأصول (كامكو)، "أداء أسواق الأسهم الخليجية خلال عام ٢٠١١ والنظرة المستقبلية على تلك الأسواق"، مرجع سابق.

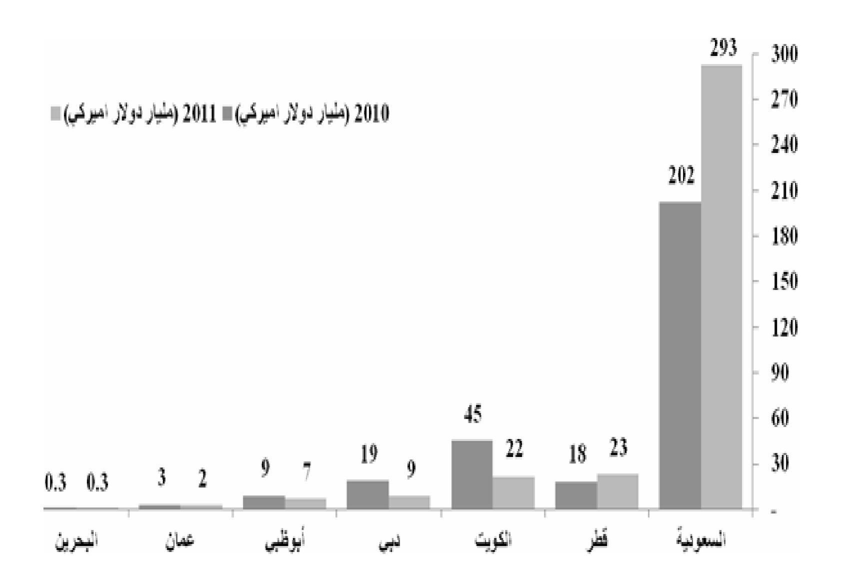
على قطاعي الخدمات والبنوك التي شكلت مجتمعة ٨٢% من إجمالي القيمة المتداولة. أدت هجرة رؤوس الأموال الأجنبية من أسواق الإمارات إلى شح السيولة في سوق دبي المالي حيث فقد السوق خلال عام ٢٠١١ نحو ٥٤% من السيولة مقارنة مع عام ٢٠١٠ لتصل قيمة الأسهم المتداولة إلى ٨,٧ مليار دولار أميركي فيما انخفضت السيولة في سوق أبو ظبي للأوراق المالية بنسبة ٢٦% لتصل إلى ٦,٧ مليار دولار أميركي.

كما انخفضت السيولة في سوق الكويت للأوراق المالية بأكثر من النصف خلال عام ٢٠١١ مقارنة مع السنة السابقة لتصل إلى ٢١,٧ مليار دولار أميركي ... وذلك بسبب توقف عدد كبير من الأسهم عن التداول وشح السيولة في السوق حيث توجهت إلى الودائع في ظل التقلبات في أسعار الأسهم والمرحلة الانتقالية التنظيمية التي يمر بها السوق. وقد تركزت التداولات خلال عام ٢٠١١ على خمسة أسهم ... إذ بلغت قيمة الأسهم المتداولة على تلك الأسهم حوالي ٨ مليارات دولار أميركي. قاد التداولات بنك الكويت الوطني وزين بقيمة متداولة بلغت نحو ٢,٢ مليار دولار أميركي لكل منهما وجاء بيتك في المرتبة الثالثة بقيمة أسهم متداولة بلغت ١,٨ مليار دولار أميركي. تشير هذه الأرقام إلى التوجه الاستثماري نحو الأسهم التشغيلية الثقيلة بدلاً من النهج المضاربي الذي كان سائداً قبل تنظيم السوق.

تراجع أحجام التداول في بورصات كل من الكويت ودبي بنسب كبيرة تراوحت بين قرابة ٥٠% و٧٠% خلال عام ٢٠١١. كما تراجعت هذه الأحجام في بورصات أبو ظبي والبحرين ومسقط بنسبٍ تقل عن ٥٠%. في المقابل، ارتفعت أحجام التداول كما سبقت الإشارة في السوق المالية السعودية بشكل كبير وبنحو ٤٥% لتبلغ ٢٩٣,٠ مليار دولار بنهاية عام ٢٠١١ مقارنة مع العام السابق، كما ارتفع حجم التداول في بورصة قطر في نفس الفترة بنحو ٢٠% ليصل إلى ٢١,٣ مليار دولار، وهو ما يظهر في الرسم البياني.

شكل رقم (٢٠)

القيمة المتداولة في أسواق الأسهم الخليجية في عامي ٢٠١٠ و٢٠١١ (مليار دولار أمريكي)[1].




(*) إدارة بحوث الاستثمار في شركة مشاريع الكويت الاستثمارية

لإدارة الأصول (كامكو)، ٢٠١٢/١٨/١٨.

- معدل دوران الأسهم

(إجمالي قيمة الأسهم المتداولة كنسبة من متوسط إجمالي القيمة السوقية) ارتفع معدل الدوران الأسهم لمجموع البورصات (العربية والخليجية) فقد ارتفع من حوالي ٣٨% في عام ٢٠١٠ إلى ٤٤% في عام ٢٠١١، وباستبعاد السوق المالية السعودية، فإن معدل دوران بقية الأسواق مجتمعة يكون قد انخفض وللعام الخامس على التوالي ليصل إلى ١٥,٦%، وهو أدنى مستوى لهذه الأسواق خلال عدد من السنوات.

أما من حيث نشاط الأسواق بشكل فردي، فكما سبقت الإشارة استمرت السوق المالية السعودية في أن تكون السوق الأنشط الخليجية بمعدل دوران للأسهم بلغ ٨٦,٥%، ثم كل من سوق الكويت ودبي بنحو ٢٠,٧ و١٧,٨% على التوالي، فيما كانت سوق البحرين الأقل نشاط هذا العام بمعدل دوران ١,٧% على التوالي[2].

---

١- إدارة بحوث الاستثمار في شركة مشاريع الكويت الاستثمارية لإدارة الأصول (كامكو)، "أداء أسواق الأسهم الخليجية خلال عام ٢٠١١ والنظرة المستقبلية على تلك الأسواق"، ٢٠١٢/١٨/١٨، متاح على:
http://www.kamconline.com/NewsDetails.aspx?newsId=٤٤٠٨٥&language=ar

٢- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد ٢٠١٢، مرجع سابق، ص١٦٠.

- نشاط أسواق السندات

تراجع نشاط إصدارات سندات الشركات في الدول العربية خلال عام ٢٠١١، ولكن كانت الشركات الإماراتية هي الأكثر نشاط في هذا الصدد، حيث وصل عدد الإصدارات الإماراتية إلى ٥١ إصداراً مقابل ثلاثة إصدارات في الكويت وإصداران في سلطنة عمان وإصداراً واحداً في السعودية. وقد توزعت إصدارات سندات الشركات خلال عام ٢٠١١ بين إصداراً لسندات دولية بعملات أجنبية، إصدارات محلية بعملات وطنية.

ومن جانب آخر، ارتفعت قيمة الإصدارات من السندات السيادية وشبه الحكومية خلال عام ٢٠١١، لتصل إلى حوالي ٥٦,٤ مليار دولار، مقابل قيمة بلغت ٤٧,٠ مليار دولار خلال عام ٢٠١٠، حيث ارتفعت قيمة الإصدارات السيادية القطرية خلال العام نفسه بقيمة إجمالية ٩,٧ مليار دولار. وقد توزعت الإصدارات القطرية بين ثلاثة إصدارات بالدولار الأمريكي لوزارة المالية خلال شهر نوفمبر بقيمة إجمالية بلغت ٥٠٠٠ مليون دولار، وإصداراً واحداً لمصرف قطر المركزي بالريال القطري بقيمة ٤٦٦٧,٨ مليون دولار ( ١٧٠٠٠ مليون ريال قطري) خلال شهر يناير ٢٠١١. وكان الإصدار الحكومي لوزارة المالية القطرية بقيمة واحد مليار دولار في نوفمبر ٢٠١١، هو الأطول استحقاق ٣٠ سنة.

- نشاط أسواق الصكوك[1].

في مقابل تراجع إصدارات السندات الخليجية، شهد عام ٢٠١١ تحسناً ملحوظاً في نشاط إصدارات الصكوك الخليجية، وذلك بعد ثلاث سنوات متواصلة من الانخفاض. فقد ارتفع العدد الإجمالي لإصدارات صكوك الشركات (العربية والخليجية) خلال عام ٢٠١١ إلى ١٣ إصداراً بقيمة إجمالية بلغت حوالي ٥,٤٣ مليار دولار، وذلك مقابل سبعة إصدارات بقيمة إجمالية وصلت إلى ٤,١٤ مليار دولار عن عام ٢٠١٠. وقد وزعت هذه الإصدارات بين ستة إصدارات لشركات إماراتية وأربعة لشركات سعودية وإصدارا واحداً لشركات في الأردن والكويت وقطر، وكانت جميع الإصدارات في الإمارات وقطر إصدارات دولية بالدولار الأمريكي ... في حين كانت بقية الإصدارات في السعودية والأردن والكويت إصدارات محلية بعملات وطنية. وكان الإصدار الأكبر هو إصدار صكوك المشاركة لشركة "أرامكو" السعودية بالريال السعودي والذي بلغ نحو واحد مليار دولار خلال شهر سبتمبر ٢٠١١، يليه إصدار صكوك الوكالة لبنك الخليج الأول بالدولار الأمريكي والذي بلغ ٦٥٠ مليون دولار خلال شهر يوليو ٢٠١١.

---

١- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد ٢٠١٢، مرجع سابق، ص ١٦٢.

وكان إصدار صكوك "ارامكو" الأطول من حيث الاستحقاق ١٤ سنة، يليه إصدار صكوك المضاربة لبنك الجزيرة في السعودية بفترة استحقاق عشر سنوات، ثم إصدار شركة الراجحي للاسمنت في السعودية استحقاق سبع سنوات.

كذلك ارتفعت الإصدارات الحكومية وشبه الحكومية من الصكوك خلال عام ٢٠١١. فقد ارتفع العدد الإجمالي لإصدارات الصكوك الحكومية (العربية والخليجية) خلال عام ٢٠١١، ليصل إلى ٣٣ إصداراً بقيمة إجمالية بلغت حوالي ١٥,٢٨ مليار دولار، مقابل ٢٦ إصداراً وبقيمة إجمالية بلغت ٢,٢٧ مليار دولار خلال عام ٢٠١٠. ويعود الارتفاع الكبير في قيمة الإصدارات خلال عام ٢٠١١ إلى الإصدار الكبير لمصرف قطر المركزي بالريال القطري في بداية العام بقيمة إجمالية بلغت حوالي ٩٠٦١ مليون دولار. وتتوزع هذه الإصدارات للصكوك الحكومية، بين ٢٧ إصداراً في البحرين (منها ٢٦ لمصرف البحرين المركزي) وإصداران اثنان في الكويت لمؤسسة الخليج للاستثمار وإصداراً واحداً في كل من الإمارات وقطر بالإضافة إلى اليمن، حيث اصدر البنك المركزي اليمني صكوكاً لأول مرة. وبالإضافة إلى ذلك كان هناك إصداراً واحداً لبنك التنمية الإسلامي ومقره السعودية. هذا وكانت جميع إصدارات هذه الصكوك هي إصدارات محلية بالعملات الوطنية، باستثناء خمس إصدارات بعملات أجنبية. ومن اكبر الإصدارات حجماً بالإضافة إلى صكوك مصرف قطر المركزي، صكوك نخيل لحكومة دبي بقيمة إجمالية نحو ١٠٣٤ مليون دولا ر في شهر أغسطس، والإصدار الدولي لصكوك الإجارة لمصرف البحرين المركزي بقيمة ٧٥٠ مليون دولار، وإصدار بقيمة ( ٢٥٠ مليون) لصكوك الوكالة بالاستثمار لبنك التنمية الإسلامي.

- تطور الاستثمار الأجنبي[١].

سجل الاستثمار الأجنبي لمجموع البورصات (الخليجية والعربية) خلال عام ٢٠١١ صافي تدفق سالب (صافي بيع)، حيث تجاوزت مبيعات الأجانب (بما فيهم العرب) مشترياتهم في هذه البورصات. وقد بلغ إجمالي مشتريات الأجانب في البورصات ٣١,٨١٠ مليون دولار في عام ٢٠١١، أي ما نسبته ٨,١% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة خلال العام نفسه، في حين بلغت مبيعاتهم حوالي ٣٣،٧٤٥ مليون دولار أي ما نسبته ٨,٦% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة. لتكون بذلك حصيلة الاستثمار الأجنبي لمجموع البورصات صافي بيع بقيمة حوالي ١٩٣٤ مليون دولار لعام ٢٠١١. وبالمحصلة بلغت قيمة تداولات الأجانب ما نسبته ٨,٣ من إجمالي قيمة التداول لمجموع الأسواق العربية خلال العام ذاته.

---

١- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد ٢٠١٢، مرجع سابق، ص ١٦٥.

وأما الاستثمار الأجنبي في البورصات الخليجية فرادى، فإنه وبينما سجل هذا الاستثمار صافي بيع لدى كل من سوق مسقط للأوراق المالية والسوق المالية السعودية وسوق الكويت للأوراق المالية وبورصة قطر، سجل هذا الاستثمار صافي شراء وإن كان بنسب طفيفة لدى كل من سوقي أبو ظبي ودبي وسوق البحرين، وهو ما يوضحه الجدول التالي:

جدول رقم (١٠)

صافي تعاملات الأجانب خلال عام ٢٠١١ (مليون دولار)[1].

| البورصة (سوق الأوراق المالية) | صافي الاستثمار الأجنبي |
|---|---|
| أبو ظبي | ١٦,٤ |
| دبي | ٤٤,٧ |
| مسقط | ١٦٧,٨- |
| الكويت | ٣٩٤,٩- |
| السعودية | ٢٢١,٣- |
| قطر | ٦٣٨,٠- |
| البحرين | ٥,٢ |

(*) صندوق النقد العربي، التقرير السنوي لأداء أسواق المال العربية ٢٠١٢.

- التوزيعات النقدية

بلغ إجمالي التوزيعات النقدية للشركات المدرجة في أسواق الأسهم الخليجية (٦٣٠ شركة) خلال عام ٢٠١١ حوالي ٢٧,٢ مليار دولار أميركي وبنسبة نمو ٥% عن عام ٢٠١٠ حين سجلت ٢٥,٨ مليار دولار أميركي. وبالتالي تم توزيع حوالي ٥١% من إجمالي أرباح عام ٢٠١١ على المستثمرين مقارنة مع ٥٩% لعام ٢٠١٠. شهدت معظم الأسواق الخليجية زيادة في قيمة التوزيعات النقدية باستثناء بورصتي الكويت ومسقط، حيث انخفضت التوزيعات بنسبة ٣٧% و٧% خلال عام ٢٠١١ على التوالي. بلغت التوزيعات النقدية عن عام ٢٠١١ للشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي حوالي ١٣,٣٥ مليار دولار أميركي (٥٣% من أرباح عام ٢٠١١) وبنسبة نمو ١٣% عن عام ٢٠١٠ وشكلت نحو نصف التوزيعات النقدية لأسواق الأسهم الخليجية. أتت في المركز الثاني بورصة قطر بتوزيعات

---

١- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، الفصل السابع "التطورات النقدية والمصرفية وفي أسواق المال العربية"، ٢٠١٢، ص ١٦٠.

بلغت ٤,٦٣ مليار دولار أميركي (٤٥% من الأرباح)، فيما صعدت أبو ظبي إلى المركز الثالث بتوزيعات قيمتها ٣,٤٣ مليارات دولار أميركي وبنمو ملحوظ عن عام ٢٠١٠ بلغ ٤٩%.

أما بورصة الكويت، فبعد توزيعات نقدية بلغت ٤,٧١ مليارات دولار أميركي خلال عام ٢٠١٠، انخفضت خلال عام ٢٠١١ بنسبة ٣٧% لتصل إلى ٢,٩٦ مليار دولار أميركي نتيجة التوزيعات المتواضعة لعدد من البنوك وانخفاض توزيعات زين للاتصالات بعد التوزيعات القياسية خلال عام ٢٠١٠ نتيجة أخرجها من زين أفريقيا.

- أرباح الشركات الخليجية[1].

بلغت الأرباح المجمعة للشركات الخليجية المدرجة خلال عام ٢٠١١ حوالي ٥٣,٣ مليار دولار أميركي وبنسبة نمو بلغت ٢١% عن عام ٢٠١٠... لا يزال سوق الأسهم السعودي المحرك الأساسي لربحية أسواق الأسهم الخليجية ... حيث بلغت أرباح الشركات السعودية المدرجة لعام ٢٠١١ حوالي ٢٥,١ مليار دولار أميركي وهذة هي أرباح قياسية وبنسبة نمو عن عام ٢٠١٠ بلغت هذة اللنسبة ٢١% مدفوعة بأرباح قطاع البتروكيماويات الذي سجل أرباحاً بلغت ١١ مليار دولار أميركي وكذلك قطاع البنوك، حيث بلغت أرباح القطاع ٦,٨ مليارات دولار أميركي.

لا تزال الشركات القطرية المدرجة تحتل المركز الثاني من حيث الربحية بعد السعودية، حيث سجلت أرباحاً بلغت ١٠,٣ مليارات دولار أميركي تلتها أبو ظبي بأرباح بلغت ٨ مليارات دولار أميركي. أما بورصة الكويت فهي في تراجع مستمر في الربحية منذ عام ٢٠٠٩، حيث انخفضت أرباح عام ٢٠١١ بنسبة ٢٦% لتصل إلى ٥ مليارات دولار أميركي وتحتل المرتبة الرابعة خليجياً.

يتضح مما سبق أن أسواق الاوراق المالية الخليجية مثلها مثل باقي أسواق الاوراق المالية في العالم، تعمل في اطار مظلة قانونية وفقاً لمجموعة من القوانين والتشريعيات والقواعد الاساسية التي تهدف بالأساس تنظيم نشاط هذه الأسواق وممارستها من أجل ضمان نجاح السوق في أداء وظائفه الاقتصادية المختلفة، كما تتميز بمجموعة من المميزات التي تساعد توفير البيئية الملائمة للتفعيل مثل هذه القوانين على أرض الواقع ولعل أهمها هو الاستقرار السياسي في دول مجلس التعاون الخليجي، السيولة النقدية العالية نتيجة لارتفاع أسعار النفط والغاز والتوسع الائتماني من قبل البنوك، وفي مقابل ذلك تعاني أسواق الاوراق المالية الخليجية من مجموعة من العيوب التي تحد من فاعلية هذه القوانين الأمر الذي ينعكس سلباً على أداء هذه الأسواق بشكل عام.

---

١- "كامكو": ٢٧,٢ مليار دولار التوزيعات النقدية لـ ٦٣٠ شركة خليجية خلال ٢٠١١، الأنباء، ٢٠١٢/٤/٥، متاح على:
http://www.zawya.com/story

وبصفة عامة فانه يمكن القول أن المكونات السابقة (القوانين والتشريعيات والمميزات والعيـوب أيضـاً) لعبت جمعيها دور في تشكيل وتطور واقع البورصات الخليجية عـلى مـدى السـنوات السـابقة مـن حيـث القيمة السوقية الإجمالية للأسهم المدرجة وتزايد حجم التداول وارتفـاع مـؤشر الأسـعار واصـدار الصـكوك والسندات وغيرها، وهو ما أوضحه العرض السابق الذي ركز على ثلاث سنوات (٢٠٠٩ – ٢٠١١)، حيث بين أن أسواق المال الخليجية قد تكبدت خسائر كبـيرة خلـلا العـام ٢٠٠٩ عـلى خلفيـة احـداث الازمـة الماليـة العالمية التي تسبب في خفض عدد الأسهم المتداولـة واصـدار الصـكوك والسـندات الامـر الـذي اثـر حركـة التداول ونشاط هذه الاسواق خلال العام ٢٠٠٩، وعلى الرغم من تعافي الاقتصادات الخليجية خـلال العـام ٢٠١٠ من معظم تداعيات الأزمة وارتفاع أسعار النفط بنسبة كبيرة، الا أن استمرار معاناة بعض القطاعات في مجالي العقارات والبنوك والتي تهيمن على أسواق المال الخليجية انعكس بصورة سلبية عـلى أداء هـذه الاسواق بشكل عام، لذلك لم يعكس أداء البورصات الخليجية في العـام ٢٠١٠ حقيقـة الأوضـاع الاقتصـادية في دول مجلس التعاون الخليجي التي حققت اقتصاداتها معدلات نمو جديدة، حيث انخفض اجمالي قيمـة الأسهم المتداولة في أسواق المال الخليجية بنسبة ٤٢% في العام الماضي ليبلـغ ٢٩٦ مليـار دولار مقابـل ٥١٠ مليارات دولار في عام ٢٠٠٩.

اما في العام ٢٠١١ فقد أنهت معظم الأسواق المالية في منطقة الخليج تـداولاتها عـلى تراجـع جماعـي، فبعد أن كان يخيم الأداء السلبي على الأسواق المالية في المنطقة خلال شهري يناير وفبراير من العام الماضي متأثرة بالاضطرابات السياسية وما أثير عن الأزمة الأوروبية، استطاعت بعض هذه الأسـواق أن تقلـص مـن خسائرها بنهاية الربع الأول ومن ثم تقليص معظم تلك الخسائر بنهاية الربع الثاني، إلا أنها عادت مجـددا للخسائر مع ولوج فترة الصيف وصدور تقارير تلـو الأخـرى تنـذر بـدخول الاقتصـاد العـالمي نفـق مظلـم بسبب أزمة ديون أوروبا وركود اقتصادي يطال كبرى الاقتصاديات العالميـة، لتسـتقر المـؤشرات بعـد ذلـك عند تلك المستويات حتى نهاية العام.

جدول رقم (١١)

القيمة المتداولة بالبورصات الخيجية[1].

| | ٢٠٠٩ | ٢٠١٠ | ٢٠١١ |
|---|---|---|---|
| بورصة أبو ظبي | ١٨,٧٦٦,٠ | ٩,١١٥,٧٠ | ٦,٦٤٤,٥٩ |
| بورصـة مسقط | ٥,٩٠٥,٠ | ٣,٣٦٥,٤٠ | ٢,٥٣٥,١٧ |
| بورصة البحرين | ٤٧٣,٠ | ٢٨٣,٢٦ | ٢٤٥,٩٢ |
| بورصة الدوحة | ٢٥,٣١٧,٠ | ١٧,٧٢٦,٥٤ | ٢١,٥٨٩,٧٩ |
| بورصة دبي | ٤٧,٢٣٩,٠ | ١٨,٤٧٣,٢٥ | ٨,٦٩٣,٢٩ |
| بورصة الكويت | ١٠٣,٧٧٢,٠ | ٤٢,٧٧٢,٤٢ | ٢٠,٨٤٤,٩١ |
| بورصة السعودية | ٣٣٧,٠٤١,٠ | ١٩٢,٤٤٥,٣٩ | ٢٨٦,٩٤٥,١٥ |

(*) صندوق النقد العربي، الأداء السنوي للبورصات العربية.

(*) سوق الكويت للأوراق المالية، التقرير السنوي، ٢٠٠٩.

١- صندوق النقد العربي، "الأداء السنوي للبورصات العربية"، متاح على:
http://www.amf.org.ae/sites/default/files/econ/amdb/AMDB%٢٠Performance/Yearly%٢٠Performance/ar/prv_yearly_summary.htm.

سوق الكويت للأوراق المالية، "التقرير السنوي، ٢٠٠٩.

المبحث الثاني: تقييم أداء سوق الدوحة للأوراق المالية

حقق الاقتصاد القطري خلال نحو عقدين من الزمن قفزات كبيرة جعلته الأكثر جذبا للأنظار بين دول الخليج، حيث أصبح واحدا من أسرع الاقتصاديات نموا في العالم برغم التداعيات السلبية للأزمة المالية العالمية، وهو الأمر الذي يمكن تفسيره في ضوء تنفيذ العديد من مشاريع صناعات النفط والغاز والبتروكيماويات، والاعتماد على تطور إنتاج النفط والغاز بالبلاد وباقي القطاعات الأخرى في مقدمتها القطاع المالي والخدمي من جهة، وارتفاع مستويات الطلب والأسعار في الأسواق المحلية والعالمية بشكل غير مسبوق، فضلا عن التوسعات في الاستثمارات الخارجية في القارات الخمس.

وفي هذا الإطار يمكن تناول (بورصة قطر) أو (سوق الدوحة للأوراق المالية)، باعتبارها مرآة للأداء الاقتصادي في البلاد بما تضمه من شركات مدرجة تمثل القطاعات النشطة اقتصادياً في الدولة، وتعد السوق عنصرا رئيسيا في عملية النمو والتطور ودعم الاقتصاد الوطني كما تعد مركزاً لتحويل المدخرات إلى استثمارات.

وتبرز أهمية سوق المال في عملية التنمية الاقتصادية كإحدى الآليات الهامة لتجميع المدخرات الخاصة والعامة وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار المتنوعة لخدمة الاقتصاد القومي، هذا علاوة على أنها تمثل حلقة الاتصال بين القطاعات التي تقوم بالادخار ولديها طاقه تمويلية فائضة وبين القطاعات التي تفتقر إلى السيولة لتمويل الاستثمارات والتي بدورها تخدم أهداف التنمية في أي دولة[١].

كما تسهم في ازدهار الاقتصاد المحلي وتنظيم الإطار الاقتصادي والاستثماري وبناء قاعدة اقتصادية منظمة ومتطورة وفعالة عبر تنمية الشركات المحلية المصدرة للأوراق المالية من خلال أوعية استثمارية عن طريق اختيار وسيلة الاستثمار التي تناسب الاقتصاد الوطني ... وذلك على النحو التالي:

أولاً: نشأة وتطور سوق الدوحة للأوراق المالية

يعتبر إنشاء شركة قطر الوطنية للملاحة والنقليات فى منتصف عام ١٩٥٧ بداية الانطلاقة فى تأسيس الشركات المساهمة العامة فى قطر، أعقب ذلك استمرار عمليات

١- موقع بورصة قطر، نبذة عن بورصة قطر، متاح على:
http://www.qe.com.qa/pps/qe/qe%٢٠arabic%٢٠portal/Pages/About%٢٠QE/About%٢٠QE

التأسيس للشركات المساهمة القطرية موزعة على مختلف الأنشطة الاقتصادية حتى وصل عدد الشركات التي تم إدراج أسهمها على لوائح السوق ١٧ شركة[1].

وفى غياب السوق المنظمة، كان التعامل بأسهم الشركات يتم من خلال عدد من المكاتب وشركات الوساطة غير المتخصصة أو المرخصة لممارسة هذا النوع من العمل، وانطلاقا من الرغبة الأكيدة من السلطات المعنية فى إيجاد سوق منظمة تؤدى دورها فى توجيه مدخرات المواطنين نحو الاستثمار فى مشاريع التنمية الاقتصادية، صدور القانون رقم (١٤) لسنة ١٩٩٥ والخاص بإنشاء سوق الدوحة للأوراق المالية، بصفته الإطار القانونى الذى يحكم عمل السوق كمؤسسة عامة تقوم بتنظيم التعامل فى الأوراق المالية والإشراف عليها بما يساهم فى استكمال بنية القطاع المالى فى دولة قطر، وتم تشكيل لجنة السوق بقرار من مجلس الوزراء بتاريخ ١٩٩٦/٧/١٧، وباشرت اللجنة مهمتها منذ ذلك التاريخ.وبعد استكمال كافة الإجراءات والترتيبات اللازمة باشرت سوق الدوحة للأوراق المالية العمل اعتبارا من يوم السادس والعشرين من شهر مايو عام ١٩٩٧، ومنذ ذلك الوقت تطورت البورصة لتصبح واحده من أهم أسواق الأسهم في منطقة الخليج[2]، حيث شهد عام ١٩٩٨ إدخال وتطبيق نظام التسجيل المركزي في السوق، وفي عام ١٩٩٩ تم السماح للمستثمرين ببيع الأسهم المشترين في اليوم التالي ليوم الشراء (T+1)، وفي عام ٢٠٠٠ تم تنفيذ مشروع ربط الشركات من خلال الإنترنت ليصبح الأول من نوعه في ذلك الوقت بمنطقة الخليج، وفي عام ٢٠٠١ الشروع في تنفيذ مشروع التداول الإلكتروني والذي يهدف إلى استبدال عمليات التداول بطريقة الألواح بنظام الكتروني باستخدام الحاسب الآلي، وفي عام ٢٠٠٢ أنشأت السوق موقعها الإلكتروني على شبكة الإنترنت، وسمحت للمستثمرين ببيع الأسهم المشترين في نفس اليوم، مع الاعتماد السوق مؤشراً جديداً لها يعكس التغيرات في أسعار أسهم الشركات المدرجة بموثوقية ودقة أكبر، وفي عام ٢٠٠٣ انتقال السوق لمبنى جديد يوفر بيئة أفضل للاستثمار، وفي عام ٢٠٠٥ السماح لغير القطريين بالاستثمار في أسهم الشركات المدرجة في السوق بنسبة لا تتجاوز ٢٥% من الأسهم المطروحة للتداول في السوق، وفي عام ٢٠٠٦ دمج السوقين العادي وغير العادي، وفي عام ٢٠٠٧ انضمام السوق إلى عضوية الاتحاد الدولي للبورصات.

وأخيراً في يونيو ٢٠٠٩، قامت شركة قطر القابضة، وهي الذراع الاستثماري لجهاز قطر للاستثمار، بتوقيع اتفاقية مع بورصة (نايسي يورونكست) من أجل تشكيل شراكة إستراتيجية

---

١- حسين عبد المطلب الأسرج، "آليات تفعيل البورصة العربية الموحدة"، مرجع سابق، ص ٥٠.

٢- موقع بورصة قطر، نبذة عن بورصة قطر، مرجع سابق.

بهدف تحويل سوق الدوحة للأوراق المالية إلى بورصة دولية وفقاً لأعلى المستويات، كما وفرت هذه الشراكة فرصةً قيمة لبورصة بورصة (نايسي يورونكست) في إثبات وجودها المهم في الشرق الأوسط. كما أُعيدت تسمية السوق لتأخذ اسم بورصة قطر بعد توقيع اتفاقية الشراكة.

تمثل الاتفاقية مع بورصة (نايسي يورونكست) بداية مرحلة جديدة بالنسبة لبورصة قطر، وقد ساعدت هذه الشراكة على جعل بورصة قطر سوقاً من الطراز العالمي وتعزيز مركز الدوحة لتكون مركزاً مالياً إقليمياً حيث يجري العمل على استحداث منتجات جديدة ليتم تداولها في البورصة وتعزيز الإمكانيات التكنولوجية وتسهيل إمكانية دخول المستثمرين والجهات المصدرة إليها.

وبالنسبة للإطار القانوني[١]: خضعت بورصة قطر للأوراق المالية لرقابة وزارة الاقتصاد والتجارة بموجب اتفاقية موقعة بينهما، وذلك حتى صدور "قانون تنظيم السوق" الرقم (١٤) لسنة ١٩٩٥ والقانون الرقم (٣٣) لسنة ٢٠٠٥ المعدل بالقانون الرقم (١٤) لسنة ٢٠٠٧ بشأن هيئة قطر للأسواق المالية وشركة سوق قطر للأوراق المالية. وقد عرف القانون الأوراق المالية بأنها حقوق ملكية أو أدوات دين، سواء أكانت محلية أم أجنبية، ويجب أن توافق الهيئة على اعتمادها. وتشمل هذه الأوراق المالية الأسهم والسندات، والوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار، والمشتقات المالية، مثل الأسهم والسندات القابلة للتحويل وغيرها، والعقود آنية أو آجلة التسوية. ويستثني القانون الأوراق المالية التجارية (شيكات، كمبيالات).

ويتمحور الهدف الأساسي لبورصة قطر[٢]: في دعم الاقتصاد القطري من خلال تزويد المستثمرين بمنصة يقومون من خلالها بعمليات التداول بنزاهة وكفاءة، كما تقوم بتطبيق النظم والقوانين الخاصة بالأوراق المالية على أكمل وجه وتقوم بتوفير معلومات دورية للجمهور حول التداول وضمان إفصاح الشركات المدرجة فيها عن بياناتها بشكل سليم، بالإضافة إلى تنمية المدخرات الوطنية وتطوير العادات الادخارية واتجاهها بين مختلف فئات المواطنين عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية والتوعية له، وتعظيم فرصة كفاءة وكفاية استخدام الموارد المالية المتاحة من هذه المدخرات على النحو الذي يخدم التنمية الاقتصادية والعمل على تطوير السوق المالي على نحو يخدم عمليات التنمية الاقتصادية ويساعد في تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية للدولة وتطوير وترشيد أساليب

---

١- محمد كمال أبو عشمة، "الاستثمار في أسواق المال الخليجية ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية: "دراسة حالة بورصة قطر"، مجلة بحوث اقتصادية عربية، مركز دراسات الوحدة العربية، العددان ٦١ - ٦٢، ٢٠١٣، ص ٩٢.

٢- محمد الهاشمي حجاج مسعود صديقي، "أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية.. دراسة حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة ٢٠٠٧-٢٠٠٩"، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، ٢٠١٢، ص ١٥٠.

وإجراءات التعامل بالأوراق المالية بالسوق بما يكفل سلامة المعاملات ودقتها ويسرها وتوفير الحماية للمتعاملين وتطوير وتنظيم إصدار الأوراق المالية في السوق الأولية.

وبالنسبة لعضوية سوق الدوحة للأوراق المالية، فأنها تشمل كل من: مصرف قطر المركزي، البنوك المرخص لها بالعمل في الدولة، ومؤسسات الإقراض المتخصصة، شركات المساهمة القطرية التي تطرح أسهمها للاكتتاب العام، وسطاء الأوراق المالية لدى السوق، أي شخص طبيعي أو معنوي تقرر اللجنة قبول عضويته.

وتتولى إدارة السوق الدوحة لجنة تسمى لجنة السوق تشكل على النحو التالي: ممثلان عن الوزارة يكون أحدهما رئيسا، مدير السوق عضوا، ممثل عن مصرف قطر المركزي عضوا، ممثل عن غرفة تجارة وصناعة قطر عضوا، اثنان يمثلان شركات المساهمة القطرية عضوين التي يجرى التعامل في أوراقها المالية بالسوق اثنان من ذوي الخبرة والكفاءة عضوين، وتختار اللجنة من بين أعضاءها نائبا للرئيس، وتكون مدة عضوية اللجنة ثلاث سنوات قابلة للتجديد لمدة أو لمدد أخرى مماثلة ويصدر بتسمية الأعضاء قرار من مجلس الوزراء بناء على اقتراح الوزير بالتنسيق مع الجهات المعنية، ويكمل من يخلف أحد الأعضاء مدة سلفه، وتتمثل أهم مهام هذه اللجنة في: اقتراح اللوائح الداخلية، والهيكل التنظيمي للسوق، ونظام العاملين، ولائحة المشتريات، واللائحة المالية، ولائحة رسم القيد والعضوية والتداول والاشتراكات السنوية ويصدر بهذه اللائحة والنظم قرار من الوزير، وضع القواعد التنظيمية والتعليمات الخاصة بالتعامل في الأوراق المالية داخل السوق والرقابة عليها، الإشراف على تطبيق عمليات تداول هذه الأوراق، اتخاذ الإجراءات اللازمة بشأن العمليات المشكوك في سلامتها في ضوء أحكام اللائحة الداخلية للسوق، النظر في طلبات قيد الأوراق المالية للشركات في السوق وطلبات ترخيص الوسطاء، وقف التعامل مؤقتا في السوق أو في ورقة مالية أو أكثر في حالة حدوث ظروف استثنائية تهدد حسن سير العمل وانتظامه، الموافقة على تقديرات الموازنة السنوية للسوق، وعلى الحسابات الختامية وتعيين مراقبي الحسابات وتحديد الأجر الذي يؤدي إليهم، تشكيل اللجان المتخصصة، من أعضاء اللجنة أو من غيرهم، سواء بشكل دائم أو مؤقت، لمعالجة ما ترى اللجنة غيرهم سواء بشكل دائم أو مؤقت لمعالجة ما ترى اللجنة لزوم دراسته عن طريق هذه اللجان.

أما فيما يتعلق بشروط الأدراج في بورصة قطر[1]، فهي تشمل: أن لا يقل عدد المساهمين عن ١٠٠ مساهم، على الأقل تسديد ٥٠% من القيمة الاسمية للأسهم، أن لا

١- محمد بن فهد العمران، "الأسواق المالية في دول مجلس التعاون الخليجية.. دراسة تحليلية مقارنة"، مرجع سابق، ص ١٧.

يملك احد المساهمين أكثر من الحد الأقصى المسموح به من رأس المال فيما عدا الشركات التي تساهم فيها الحكومة أو المؤسسات العامة.

أما شروط قيد وقبول الأوراق المالية لشركة المساهمة، فهي تشمل: أن لا يقل عدد المساهمين عن ٣٠ مساهما فإذا انخفض العدد دون ذلك وظل فوق ١٥ مساهما يتم توجيه إنذار للشركة لتقوم بتوفيق أوضاعها بزيادة ذلك العدد لثلاثين بحيث يتم وقف تداول أسهمها ما لم يستجيب لذلك الشرط، ألا يملك أحد المساهمين ما يزيد عن الحد الأقصى المسموح به من رأس المال الشركة وفقا لعقد التأسيس والنظام الأساسي فيما عدا الشركات التي تساهم الحكومة فيها أو المؤسسات العامة، تسديد ٥٠% من قيمة الأسهم الاسمية على الأقل، باستثناء الشركة حديثة التأسيس، على الشركة أن تقدم التقرير السنوي الذي يظهر الميزانية العامة كما هي في نهاية سنتها المالية التي تسبق طلب القيد وكذلك الحسابات الختامية الأخرى وتقرير مدقق الحسابات والبيانات الإيضاحية المتعلقة بتلك السنة على أن تلتزم الشركة بنشر هذه البيانات في صفحتين محليتين يوميتين إحداهما باللغة الانجليزية إذا سمح بتداولها لغير القطريين وتقديم البيانات المالية لآخر تقرير دوري تطلبه السوق، أن لا ينطبق على الشركة أي من حالات شطب القيد للشركات المقيدة أوراقها المالية في السوق وعلى الشركة تقديم طلب القيد مرفقا به جميع البيانات والمعلومات المطلوبة إلى السوق للدراسة والعرض على اللجنة لاتخاذ اللازم بشأنه.

ثانياً: خصائص سوق الدوحة للأوراق المالية[١]

تشترك خصائص بورصة قطر في معظم خصائص وسمات ومميزات وعيوب البورصات الخليجية، باعتبارها جزء أساسي من الأسواق الواعدة في هذه المنطقة الحيوية، وهو ما يمكن رصده على النحو التالي:

- ضيق السوق: تتميز بورصة قطر بضيقها، سواء من حيث عدد الشركات المدرجة أو من حيث القيمة الإجمالية للأسهم المسجلة فيها، مقارنة بالناتج المحلي الإجمالي للدولة، والذي يعبر عنه بمعدل الرسملة، حيث تحسب هذه النسبة بين قيمة الأسهم المسجلة في البورصة وقيمة الناتج المحلي الإجمالي، ويصل هذا المعدل إلى أكثر من واحد في دولة قطر، وما يمكن قوله إنه كلما اتصفت السوق بالضيق، فلا يمكنها في أي حال أن تقوم بدورها في تمويل الاقتصاد.

---

١- محمد كمال أبو عشمة، "الاستثمار في أسواق المال الخليجية ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية: "دراسة حالة بورصة قطر"، مرجع سابق، ص ٧٧.

- التركيز: يقيس هذا المؤشر قيمة مساهمة مجموعة من الشركات مقيدة في البورصة يصل عـددها إلى ٦٧ شركة، الأولى من حيث ترتيبها في الرسملة الإجمالية للبورصة، وتمتاز بورصة قطر بتسجيل معـدل يصـل إلى ٦٠ بالمائة، بينما لا تتعد نسبة الأسواق المتطورة ٢٠ بالمائة.

- التذبذب: يقـيس هـذا المـؤشر مـدى تذبـذب وعـدم اسـتقرار عائـدات البورصـة القطريـة، ويقـاس باحتساب النسبة بين سعر السهم إلى أرباحه، وهي النسبة التي تسجل ارتفاعات كبيرة في معظـم الأسـواق الناشئة، ومنها بورصة قطر، ما جعلها سوقاً تتميز بدرجة مخاطرة كبيرة.

- التطور السريع: تسجل البورصة القطرية في فترة وجيزة نمواً كبيراً في عدد الشركـات المدرجـة، وكـذلك حجم الأوراق المالية المتداولة فيها، باعتبارها أسواقاً تزامنت في إنشائها مع دخول قطـر في تطبيـق بـرامج خصخصة واسعة، والتي تهدف إلى تخليص الدولة مما تمتلكه من مؤسسات القطاع العام لمصـلحة شركـات مساهمة تتداول أوراقها المالية في البورصة.

- افتقارها إلى التنظيم: تشهد البورصة القطرية عموما سوء تنظيم وعدم كفاءة في الإدارة، كونها سـوقاً وجدت نتيجة ظروف اقتصادية ميزت دولة قطر، ولم يتوخ في إنشائها تحضير القوانين والتشريعات المنظمة للعمل فيها، بمعنى أن سلطات الدولة لم تولي أهمية لائقة للجوانب التنظيمية التي توجه عملها بما يحسن كفاءتها، وتتعلق الجوانب التنظيمية بالشروط الخاصة بقيد الشركات في هـذه الأسـواق، وتكلفـة الحصـول المعلومات عن تلك الشركات ونشرها، والكيفيات التـي تـتم بهـا المعـاملات في البورصـة، مـن حيـث فـرض شروط تأديبية على جميع أعضائها والوسطاء فيها.

- ارتفاع عوائد الاستثمار فيها: تمثل بورصة قطر مركزاً لاستقطاب الاستثمار الأجنبي، ولاسـيما مـن قبـل المستثمرين في الأسواق المتقدمة لما يحققونه من عوائد مرتفعة على استثماراتهم في هذه الأسواق، مقارنـة بما يحققونه في الأسواق المتطورة.

ضعف الاستقبال للاستثمارات الأجنبية: على الرغم من تزايـد رؤوس الأمـوال المتجهـة نحـو البورصـات العربية، ومنها دولة قطر، من ١٣ مليار دولار في عام ١٩٩٠ إلى ٢٠ مليـار دولار في عـام ١٩٩٣، ولتصـل إلى أكثر من ٩١ مليار دولار في عام ٢٠١١ فهناك دراسات للمصرف الدولي توضح أن الحصـة الأكـبر مـن رؤوس الأموال المستثمرة في الأسواق المالية الدولية تتركز بصورة أكبر في الدول الصناعية، ذلـك أن الأسـواق الماليـة العربية أكثر مردودية وتنوعاً[١].

١- محمد كمال أبو عشمة، "الاستثمار في أسواق المال الخليجية ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية: "دراسة حالـة بورصـة قطر"، مرجع سابق، ص ١٧٧.

ثالثاً: دور بورصة قطر في النشاط والتنمية الاقتصادية

تقوم بورصة قطر بـدور بـالغ الأهميـة في جـذب الفـائض في رأس المـال غـير الموظـف وغـير المعبـأ في الاقتصاد القومي، وفي هذا السياق تسعى دولة قطر إلى استقطاب الاستثمارات الأجنبية، نظراً إلى مـا تعـود به من فوائد اقتصادية عليها.

وتركز دولة قطر على استقطاب الاستثمارات الأجنبية المباشرة، بينما لا تبدي حماساً كبيراً في اسـتقطاب تدفقات المحافظ الاستثمارية، إذ يعتبر هذا النوع من الاستثمارات اسـتثماراً مؤقتـاً يسـهل تصـفيته وبيعـه متى ما شاء المستثمر التخلص مـن محفظتـه، مـا يعنـي زيـادة المخـاطر التـي يمكـن أن تـؤدي إليهـا تلـك التدفقات على اقتصاد الدولة النامية، وعدم وجود قيمة مضافة للاقتصاد الوطني نتيجة هذه الاستثمارات. وعلى الرغم من المخاطر التي تنطوي عليها تدفقات الحقائب الاستثمارية، فإن العديد من الدول المتطـورة الناشئة، ومنها دولة قطر، سعت خلال العقدين الماضيين إلى استقطاب تلك التـدفقات إلى الأسـواق الماليـة المحلية، وذلك بتحرير بورصة قطر وإنهـاء القيـود المفروضـة عـلى تـدفقات الاسـتثمارات الأجنبيـة بشـكل نسبي.

وتعتقد تلك الدول، ومنها دولة قطر، أن عمليـة تحريـر الأسـواق تـؤدي بشـكل عـام إلى زيـادة حجـم الاستثمارات في الدولة وتوسيع قاعدة المستثمرين، وهو مـا يـؤدي إلى زيـادة السـيولة وتـوفير المزيـد مـن رؤوس الأموال للمؤسسات المحلية، إضافة إلى ذلك فـإن دخـول المسـتثمرين الأجانـب إلى السـوق المحليـة ومتابعة ما يجري في تلك الأسواق بتفحص وتـدقيق، يرفـع مـن مسـتوى الإفصـاح والشـفافية، ويعـزز مـن ممارسات الحكم الرشيد في الشركات المدرجة في البورصة، وبالتالي يتوقع أن يؤدي تحرير الأسواق المالية إلى زيادة كفاءة وعمق السوق المالية في دولة قطر، كـما سـيؤدي إلى تحسـين أسـاليب الإفصـاح وتعزيـز بيئـة المعلومات.

كما تحتل بورصة قطر دوراً مهماً في دعم عجلة النمو الاقتصادي وتحريكهـا مـن خـلال مجموعـة مـن القنوات، أهمها[1]:

- يشجع وجود قطاع مالي متطور عـلى زيـادة نسـبة الادخـار في الاقتصـاد، إذ تـتمكن الأسـواق الماليـة وشركات الوسـاطة مـن خـلال اسـتخدام وفـورات الحجـم والخـبرة المتـوفرة لـديها مـن تـوفير عائـد أعـلى للمدخرين، ما يؤدي إلى رفع مستوى الادخار في الدولة.

---

١-Kamal Naser, Ahmad Al-Hussaini, Duha Al-Kwari, Rana Nuseibeh, "Determinants of Corporate Social Disclosure in Developing Countries: The Case of Qatar", Advances in International Accounting, Volume ١٩, ٢٠٠٦, Pages ١–٢٣.

- يساهم القطاع المالي في النمو الاقتصادي من خلال تقليل تكلفات المعلومات والمعاملات، حيث يقوم القطاع المصرفي والسوق المالية بنقل الأموال بطريقة فعالة من المقرضين إلى المقترضين (أي بتحويل المدخرات إلى استثمارات)[1].

- تحتل وظيفة توفير السيولة للمشاريع الاستثمارية أهمية بالغة في مساهمة السوق المالية في عملية النمو الاقتصاد، فالمشاريع الكبيرة تتطلب التزاماً طويل الأمد من قبل المستثمرين، ما يجعل معظم المستثمرين يترددون في التنازل عن مدخراتهم لفترات طويلة. غير أن وجود أسواق مالية تتمتع بسيولة عالية، يجعل من السهل على المستثمرين ربط مدخراتهم في مثل تلك المشاريع طويلة الأمد، إذ سيكون باستطاعتهم بيع حصتهم في أي مشروع بسهولة ويسر من خلال السوق المالية، ما يعني أن السوق المالية تتمتع بسيولة عالية من مخاطر الاستثمار المتعلقة بالمشاريع طويلة الأمد، وتشجع بالتالي على الاستثمار في تلك المشاريع، ويحسن من فرص النمو الاقتصادي، كما تساهم السوق المالية أيضا في دعم النمو الاقتصادي من خلال تحفيز الرقابة الإدارية، فأسواق رأس المال التي يمكن وصفها بأنها أسواق كفؤ تسهل من عملية ربط كفاءة مدراء الشركات بأداء أسهم الشركة في السوق، ما يحفز إدارات هذه الشركات على بذل جهود كبيرة من أجل تحقيق أفضل النتائج واستخدام أساليب الحكم الرشيد في إدارتهم لهذه الشركات.

- يساهم وجود هذه البورصة في تعبئة الادخارات المحلية المتناثرة لدى كافة الأطراف الاقتصادية لخدمة الاستثمار المحلي بما يوفر لعارضي وطالبي الأموال فرصة تحقيق عوائد مجزية عن ذلك، ففي وجود آلية تمكن المستثمرين من الانتقال من أعلى درجات السيولة إلى أدناها، وعلى العكس من ذلك، يمكن تشجيعهم على عدم الإقبال على الاحتفاظ بالنقود باعتبارها لا تدر ربحاً في حد ذاتها، مما يمكن البورصة من أن تحقق نمواً سريعاً مسهمة بذلك في رفع درجة سيولة الأوراق المالية المتداولة فيها، وقد أثبتت الدراسات الميدانية أن الدول التي تميزت أسواقها بسيولة مرتفعة، حققت معدلات نمو أسرع من معدلات النمو في الدول التي كانت أسواقها أقل سيولة.

- يعتبر نشاط بورصة قطر، والأسواق عموماً، مؤشراً يعكس حقيقة النشاط الاقتصادي من حيث انتعاشة أو ركوده، ففي الحالات التي تشهد فيها بورصة قطر نمواً متزايداً، وتعكس أسعار أوراقها المالية حقيقة الشركات المصدرة لها، فإن الأمر يعتبر بمثابة حافز للمستثمرين من حيث توجههم إلى الاستثمار في هذه الأسواق التي تعكس

---

١- محمد كمال أبو عشمة، "الاستثمار في أسواق المال الخليجية ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية: "دراسة حالة بورصة قطر"، مرجع سابق، ص ١٧٩.

مدة كفاءة وفعالية نشاط الشركات المصدرة، بما يوجه الموارد المالية للمجتمع نحو القطاعات المنتجة والمساهمة في التنمية الاقتصادية وسد الطريق أمام القطاعات الطفيلية التي لطالما ساهمت في تفاقم الأزمات الاقتصادية.

- يساعد وجود البورصة على استقطاب رؤوس الأموال المحلية المستثمرة في الخارج أو المودعة في مصارف أجنبية، بغرض خدمة الاستثمار المحلي، ومنه استغلال هذه الموارد المهمة داخل دولة قطر، ما سيعزز كثيراً عملية التنمية الاقتصادية في الدولة، وتحقيق التوازن المالي بين أقطابها، حيث يشهد جزء منها عجزاً مالياً كبيراً، ويشهد جزء آخر فائضاً في ذلك، ففي غياب أسواق محلية توفر بدائل استثمارية متنوعة تحقق عوائد مجزية، فإن الفرصة ستكون مهيأة لهروب رؤوس الأموال المحلية إلى الخارج.

- تساهم البورصة في تخفيف الضغط على موازنة دولة قطر، ولاسيما في ما يتعلق بالمديونية الخارجية، ففي وجود فرصة استبدال ديون تلك الدول بمساهمات في بعض من شركاتها، يمكن للدولة تخفيف مشكلة مديونيتها الخارجية. وتكون بذلك مركز جذب لرؤوس الأموال الأجنبية، بما ينشط أسواقها، ويزيد من درجة سيولتها، باعتبار أن المستثمرين الأجانب يمثلون أهم الأطراف على الإطلاق في البورصة القطرية، لما لها من خبرة في المجال.

- يمكن لبورصة قطر أن تضطلع بمهمة التمويل باللا - وساطة المالية كأسلوب حديث في التمويل، وبالتالي تحجيم دور المؤسسات المالية، خاصة المصارف التجارية في القيام بالتمويل في الآجال الطويلة كأسلوب تقليدي في ذلك، فالمعضلة تنطوي في الواقع على توفير رؤوس أموال بالكمية، والتكلفة، والتوقيت المناسب لعملية الاستثمار، وإتاحة خيارات تمويل واسعة أمام الشركات القائمة أو قيد التأسيس.

رابعاً: واقع البورصة القطريةخلال الفترة ٢٠٠٩ - ٢٠١١

فيما يلي عرض لواقع البورصة القطرية خلال السنوات الأخيرة من خلال التركيز على قاعدة البيانات التي تقوم بورصة قطر للأوراق المالية بإعداداتها، وهو ما يمكن استعراضه على النحو التالي:

أ- واقع أسواق المال القطرية خلال العام ٢٠٠٩م

ألقت الأزمة المالية العالمية التي بدأت أواخر عام ٢٠٠٨، وأزمة دبي في أواخر عام ٢٠٠٩ بظلالها على أداء بورصة قطر خلال عام ٢٠٠٩، حيث انخفضت مؤشرات أداء البورصة بنسب كبيرة، ولم تفلح البورصة في استعادة مستوياتها لما قبل الأزمة، فيما

ساهمت الجهود الحكومية في تخطي النفق المظلم، حيث أثمرت تلك الجهود في إخراج مؤشر البورصة من دائرة الأداء السلبي حيث تمكن في نهاية المطاف من إحراز تقدم بلغت نسبته ١,٠٦%.

وفيما يلي رصد لأهم التدابير والمعالجات التي اتخذتها الجهات الحكومية بغرض بث جو من الارتياح لدى أوساط المستثمرين وتعزيز الثقة بأداء البورصة والاقتصاد بشكل عام[1]:

- تنفيذ اتفاق جهاز قطر للاستثمار: حيث قام جهاز قطر للاستثمار خلال عام ٢٠٠٩، بالتنفيذ التدريجي لاتفاقه المبرم مع البنوك الوطنية في الربع الأخير من ٢٠٠٨، والذي يقضي المساهمة في رؤوس الأموال تلك البنوك بنسبة تتراوح ما بين ١٠% إلى ٢٠%، حيث قام بشراء ٥% من رؤوس أموال تلك البنوك خلال النصف الأول من العام.

- شراء الحكومة محافظ الأسهم لدى البنوك الوطنية: اتخذت حكومة دولة قطر خلال عام ٢٠٠٩، قراراً يقضي بشراء محافظ الأسهم لدى البنوك الوطنية بما تزيد قيمته عن ٦ مليار ريال على أن يتم تحديد سعر الشراء بما يعادل تكلفة المحفظة يوم ٢٠٠٩/٢/٢٨، ناقصاً المخصصات التي تم تكوينها كما في نهاية ٢٠٠٨/١٢/٣١، مع ترك الخيار للبنوك في قبول العرض أو الاحتفاظ بالأسهم إذا ما رأت ذلك في مصلحتها.

- شراء محافظ قروض واستثمارات عقارية من البنوك القطرية: تم خلال العام ٢٠٠٩ الإعلان عن خطط حكومية لشراء محافظ قروض واستثمارات عقارية من البنوك القطرية، وقد تم تحديد سعر البيع بما يعادل صافي القيمة الدفترية لهذه القروض والاستثمارات العقارية، وبسقف إجمالي يبلغ ١٥ مليار ريال قطري.

هذا وقد تضافرت التدابير الحكومية مع التحسن الذي أظهرته مؤشرات الاقتصاد القطري لتسهم في رفع وتيرة الأداء، فقد استقر معدل سعر النفط خلال العام ٢٠٠٩، عند مستوى ٦٨ دولار براميل، كما انخفض مؤشر التضخم بنسبة ٤,٢%، إضافة إلى تحقيق الشركات المدرجة في البورصة أرباحا صافية بقيمة ٢٨,٥ مليار ريال للسنة المالية المنتهية في ٢٠٠٨ مرتفعة بنسبة ٣٣,٤% عن تلك المحققة في العام ٢٠٠٧، وهو ما نتج عنه إعلان ٣٤ شركة مدرجة لنسب توزيعات نقدية تراوحت ما بين ٥ إلى ٨٣%.

---

١- محمد الهاشمي حجاج مسعود صديقي، "أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية.. دراسة حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة ٢٠٠٧-٢٠٠٩"، مرجع سابق، ١٦٠.

- التداول في البورصة[1].

على الرغم من الارتفاع الذي سجلته أسعار الأسهم خلال العام، فقد انخفضت مؤشرات التداول الخاصة بأحجام وقيم التداول وعدد الصفقات للعام ٢٠٠٩، وذلك عند مقارنتها الأرقام المناظرة لها في عام ٢٠٠٨.

وقد انخفضت قيمة الأسهم المتداولة في البورصة بنسبة ٤٧,٥% لتصل خلال العام ٢٠٠٩، إلى ما يناهز ٩٢,٢ مليار ريال قطري مقابل ١٧٥,٥ مليار ريال قطري في نهاية ٢٠٠٨، فيما سجل العدد الإجمالي للأسهم المتداولة لعام ٢٠٠٩، انخفاضاً بنسبة ١١,٣٩% ليصل إلى ٣,٥ مليار سهم مقابل ٣,٩ مليار سهم تم تداولها في عام ٢٠٠٨ في حين انخفض عدد الصفقات المنفذة لعام ٢٠٠٩، بنسبة بلغت ٢٢,٤٧% ليصل إلى ١٦٩٠٠٨٥ صفقة مقابل ٢١٧٩٨٦١ صفقة لعام ٢٠٠٨.

جدول رقم (١٢)

نشرة التداول السنوية للبورصة القطرية[2].

| عدد الشركات المقيدة | عدد شركات الوساطة | القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة (م.ر.ق) | عدد الشركات المتداولة | عدد الشركات (المرتفعة) | عدد الشركات (المنخفضة) | عدد الشركات (بدون تغير) |
|---|---|---|---|---|---|---|
| ٤٤ | ٧ | ٣٢٠,٠٨١ | ٤٥ | ٢٢ | ٢٢ | ١ |

(*) بورصة قطر، التقرير السنوي، ٢٠٠٩.

في نهاية سنة ٢٠٠٩ انخفض معدل التداول اليومي بحوالي ٨٩,٧ مليون دولار مقارنة بنهاية سنة ٢٠٠٨ لتصل في حدود ١٠٠,١ مليون دولار.

١- موقع بورصة قطر، التقرير السنوي، ٢٠٠٩.
٢- بورصة قطر، التقرير السنوي، ٢٠٠٩.

جدول رقم (١٣)

متوسط التداول اليومي لسوق الدوحة خلال السداسي الثاني لسنة ٢٠٠٩[1].

| الشهر | القيمة بالمليون دولار |
|---|---|
| يوليو | ٩٥,٣٠ |
| أغسطس | ٨٧,١٦ |
| سبتمبر | ٧٨,٣٤ |
| أكتوبر | ١٠٨,٢١ |
| نوفمبر | ٨٤,٥٨ |
| ديسمبر | ٦٩,٤٧ |

(*) صندوق النقد العربي النشرة الفصلية لقاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، العدد ٦٠، ٢٠٠٩.

- التصنيف القطاعي

هناك ٤٤ شركة مساهمة عامة مدرجة في بورصة قطر للأوراق المالية، موزعة على أربعة قطاعات رئيسة، هي: قطاع المصارف والمؤسسات المالية، وقطاع التأمين، وقطاع الصناعة، وقطاع الخدمات.

تصدر قطاع الخدمات باقي القطاعات من حيث قيمة الأسهم المتداولة خلال عام ٢٠٠٩ بحصة بلغت قيمتها ٤٠,١٩ مليار ريال قطري أو ما نسبته ٤٣,٦% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة، يليه قطاع البنوك والمؤسسات المالية بحصة بلغت ٣٥,٠١ مليار ريال قطري أي بنسبة ٣٨,٠٨%، أما قطاع الصناعة فقد جاء في المرتبة الثالثة بقيمة ١٥,٤١ مليار ريال قطري أو ما يعادل ١٦,٧٢%، وأخيراً قطاع التأمين بقيمة ١,٤٧ مليار ريال قطري أو ما نسبته ١,٦%.

وفيما يلي استعراض موجز لأهم البيانات بهذه القطاعات[2]:

- قطاع المصارف

ضم قطاع المصارف حتى نهاية ٢٠٠٩ في دولة قطر ١٩ مصرفا، ويندرج في بورصة قطر للأوراق المالية ٩ مصارف، فقد شكل عدد الأسهم المتداولة لهذا القطاع ١,٣٨٧مليار سهم، أو ما نسبته ٠,٤١ من عدد الأسهم المتداولة في ذلك العام، وهي تمثل حوالي ٣٣,٩ بالمائة من القيمة السوقية و ٠,٤١ بالمائة من عدد الصفقات، و ٣٨,٠٨ من قيمة الأسهم المتداولة.

---

١- بورصة قطر، التقرير السنوي، ٢٠٠٩.

٢- محمد كمال أبو عشمة، "الاستثمار في أسواق المال الخليجية ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية: "دراسة حالة بورصة قطر"، مرجع سابق، ص ٨٦.

ويشكل صافي الأرباح لقطاع المصارف حوالي ٢٠٦ مليار ريال قطري، أي ما يعادل ١٢,٧ من صافي الأرباح للقطاعات كافة في السوق. كما بلغ عدد المساهمين في هذا القطاع ٦٩٢٢ مساهما، يمثلون حوالي ١٠ بالمائة من عدد المساهمين في السوق.

- قطاع التأمين

يوجد في قطاع التأمين في دولة قطر، خمس عشرة شركة تأمين، خمسة منها مدرجة في بورصة قطر، وهي بذلك أقل القطاعات تمثيلا في السوق المالية من ناحية عدد الشركات. ويعتبر قطاع التأمين في دولة قطر من القطاعات متوسطة الحجم، ويغطي أنواعا عديدة من التأمين، وبخاصة تأمين السيارات والحوادث والتأمين على الحياة، والتأمين الصحي، وغيرها. وغالبا ما يعاد التأمين لدى شركات خارج دولة قطر، وبخاصة في أوروبا. كما يعتبر قطاع التأمين من القطاعات الواعدة في دولة قطر. وتخضع شركات التأمين العاملة في دولة قطر لقانون التأمين الرقم (٤) لسنة ١٩٩٢، وهو القانون المعمول به حتى الآن. ولا يخضع قطاع التأمين لهيئة رقابة إدارية من قبل مؤسسة مستقلة.

حصة قطاع التأمين لا تتجاوز ٢,٣٢ بالمائة من القيمة السوقية للشركات المدرجة في بورصة قطر. كما أن نسبة الأسهم المتداولة لا تتعدى كذلك ١,٦ بالمائة من إجمالي حجم الأسهم المتداولة في الشركات المدرجة، على الرغم من أن عددا من تلك الشركات كان من أوائل الشركات المدرجة في السوق. ويمكن أن يعزى ضعف مساهمة وأثر هذا القطاع في السوق إلى عدم توجه الناس إلى خدمات التأمين غير الإلزامية، بسبب الثقافة العامة حول التأمين على الحياة وما يتبعها من خدمات[1].

- قطاع الصناعة

يعتبر قطاع الصناعة ثالث قطاع من حيث عدد الشركات الذي يحتويه والمدرجة في السوق. وقد أصبح يضم سبع شركات. وعلى الرغم من ذلك فإن حصة القطاع لم تتجاوز ٢,٣٢ بالمائة من إجمالي القيمة السوقية. وأما قيمة الأسهم المتداولة فقد بلغت ١٦,٧٢ من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة في السوق. ويمكن أنُ يعزى ذلك إلى أن أغلب الشركات الصناعية تأثرت بالأزمة المالية العالمية، إذ انخفضت أرباحها عن العام الماضي بمقدار ١٤ مليار ريال قطري.

---

١- محمد كمال أبو عشمة، "الاستثمار في أسواق المال الخليجية ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية: "دراسة حالة بورصة قطر"، مرجع سابق، ص ٩٠.

وقد بلغ عدد الأسهم المتداولة في قطاع الصناعة ما يزيد على ٣١٢ مليون سهم، بواقع ٩,٠٥ بالمائة، وثاني قطاع من قطاعات البورصة القطرية. كما نلاحظ أيضا من عدد المساهمين في هذا القطاع، والبالغ عددهم ٥٤١ مساهما، بنسبة ٢٢ بالمائة من عدد المساهمين في البورصة، إضافة إلى أنه حقق نسبة أرباح بلغت ١٥,٩ بالمائة من حجم الأرباح المحققة في البورصة. وقد بلغ عدد شركات هذا القطاع المدرجة في البورصة ٧ شركات من حجم الشركات المدرجة، وهو ثالث قطاع من حيث عدد الشركات المدرجة.

- قطاع الخدمات

قطاع الخدمات هو من أكبر القطاعات في بورصة قطر، إذ إن عدد الشركات التي يتم تداول أسهمها في السوق وصلت إلى ٢٣ شركة. وتمثل القيمة السوقية لقطاع الخدمات ٤٠,٦٧ بالمائة من قيمة السوق السوقية، بقيمة أسهم تداول تجاوزت ٤٠ مليار ريال قطري وبنسبة ٤٣,٦ بالمائة. فقد حققت شركات الخدمات ما يزيد على ٨ مليارات ريال قطري خلال عام ٢٠٠٩.

وقد بلغ عدد الأسهم المتداولة في قطاع الخدمات ما يزيد على ١,٧ مليار سهم، بواقع ٤٩,٧٤ بالمائة، أي ما يقارب نصف حجم البورصة، وهذا يعني أنه من أهم القطاعات في البورصة القطرية، وهذا ملاحظ أيضا من عدد المساهمين في هذا القطاع، والبالغ عددهم ٥٢١٠ مساهمين، بنسبة ٦٣ بالمائة من عدد المساهمين في البورصة، إضافة إلى أنه حقق نسبة أرباح بلغت ٦٣,٤ بالمائة من حجم الأرباح المحققة في البورصة، ما يدل على أهمية هذا القطاع والإقبال على الاستثمار فيه. وقد بلغ عدد شركات الخدمات المدرجة في البورصة ٢٣ شركة من حجم الشركات المدرجة، وهو أكبر قطاع من حيث عدد الشركات المدرجة[١].

---

١- محمد كمال أبو عشمة، "الاستثمار في أسواق المال الخليجية ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية: "دراسة حالة بورصة قطر"، مرجع سابق، ص ٩٥.

جدول رقم (١٤)

مساهمات القطاعات المختلفة بالبورصة القطرية[١].

| | البنوك والمؤسسات المالية | التأمين | الصناعة | الخدمات | إجمالي القطاعات |
|---|---|---|---|---|---|
| عدد الأسهم | 1.387.997.122 | 33.849.232 | 312.332.172 | 1.715.908.258 | 3.450.086.784 |
| قيمة الأسهم | 35.098.547.227.25 | 1.470.391.400.60 | 15.411.089.176.95 | 40.184.5012.96.8 | 92.164.529.1 |
| عدد الصفقات | 562.063 | 35.346 | 226.571 | 866.105 | 1.690.085 |
| القيمة السوقية (ر.ق) | 108.426.773.035 | 7.422.387.525 | 74.064.693.140 | 130.177.393.927 | 3.200.812.476 |
| صافي الأرباح (ر.ق) | 20605318 | 755 | 68 | 85974 | 20692115 |
| إجمالي عدد المساهمين | 6922 | 6280 | 541 | 5210 | 15353 |
| قيمة المؤشر | 9.899.87 | 4.303.44 | 7.110.44 | 5.132.45 | |
| قيمة التغير | 419.85- | 656.93- | 619.19 | 472.16 | |
| نسبة التغير | %4.07- | %13.24- | %9.54 | %10.13 | |

(*) بورصة قطر، التقرير السنوي ٢٠٠٩.

نلاحظ من الجداول السابقة أن أعداد المساهمين في البورصة بلغ ١٥٣٥٣ مساهما. ويعتبر هذا الرقم متواضعا، مما يدل على عدم عمق البورصة. ويرجع ذلك إلى قلة الأدوات المالية المعمول بها في السوق، والتي تقتصر على الأسهم فقط، وأحيانا السندات الحكومية. ونلاحظ عدم وجود شركات مدرجة متخصصة بالزراعة.

- أداء المؤشر

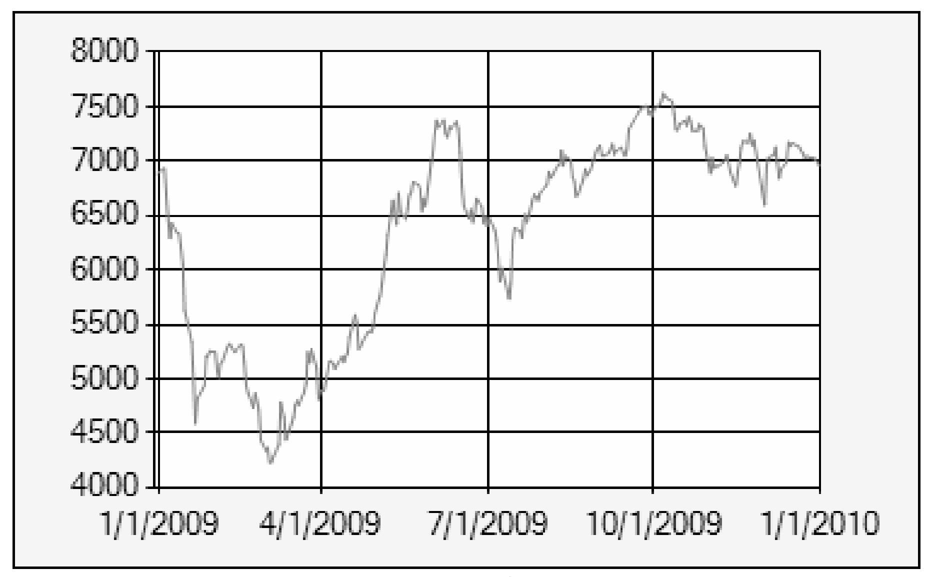
اتخذ مؤشر البورصة مسارا شديد التراجع في بداية عام ٢٠٠٩ ليسجل أدنى مستوى له خلال العام في ٣ مارس وذلك عند مستوى ٤٢٣٠,١٩ نقطة، متحركا منها بارتفاعات معقولة ليبلغ قمته الأولى في ٧ يونيو مسجلا ٧٣٧٦,٨١ نقطة، غير أن المؤشر انخفض دون حاجز ٧٠٠٠ نقطة ليفقد ما نسبته ٢٢% خلال شهر تقريبا ليصل إلى مستوى ٥٧٣١,٣ نقطة في ١٣ يوليو، مواصلا بعدها ارتفاعات معقولة حتى نهاية العام.

وكان المؤشر قد حقق مكاسب طفيفة بلغت نسبتها منتصف شهر يوليو ١,٠٦% عندما أغلق عند مستوى ٦٩٥٩,١٧ نقطة مقابل ٦٨٨٦,١٢ نقطة في نهاية عام ٢٠٠٨، بينما أظهر المؤشر الذي يحتسبه صندوق النقد العربي لسوق الدوحة للأوراق المالية في نهاية عام ٢٠٠٩ ارتفاعا بلغت نسبته ٣,٩% ليبلغ ٣٨٦,٩ نقطة مقابل ٣٧٢,٤ نقطة نهاية عام ٢٠٠٨، وانخفض المؤشر بنسبة ٥,٣% بالمقارنة مع الربع الثالث من عام ٢٠٠٩.

١- بورصة قطر، التقرير السنوي، ٢٠٠٩.

شكل رقم (٢١)

تطور المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق الدوحة خلال سنة ٢٠٠٩[1].




(*) بورصة قطر، التقرير السنوي ٢٠٠٩.

- (القيمة) الرسملة السوقية

ارتفعت الرسملة السوقية في نهاية ٢٠٠٩، بنسبة ١٤,٧٥% مقارنة مع نهاية ٢٠٠٨، وقد أسهمت عدة عوامل في رفع الرسملة السوقية لإجمالي الشركات المدرجة في البورصة منها، ارتفاع أسعار أسهم ٢٢ شركة مدرجة في نهاية ٢٠٠٩، قيام تسع عشرة شركة مدرجة بزيادة رأسمالها خلال العام لأسباب مختلفة لعل أهمها: توزيع أسهم مجانية كأرباح على مساهميها، قيام سبع شركات مدرجة في قطاع البنوك بزيادة رأسمالها تنفيذا للاتفاق مع جهاز قطر للاستثمار بالمساهمة في رؤوس أموال تلك البنوك بنسبة تتراوح ما بين ١٠% إلى ٢٠%، قبول إدراج شركتين جديدتين أسهمتا في ضخ ما يقارب من ٧,٦ مليار ريال قطري إلى الرسملة السوقية في نهاية ٢٠٠٩ وهو ما يشكل قرابة ٢,٤% من إجمالي الرسملة السوقية. وبلغ إجمالي رسملة السوق في العام ٢٠٠٩ نحو ٣٢٠،٢٠٧،٢٤٧،٦٢٦,٦٠.

١- بورصة قطر، التقرير السنوي، ٢٠٠٩.

- تعاملات المستثمرين

ينقسم الاستثمار في السوق المالية بحسب الجهة المستثمرة إلى نوعين: استثمار الشركات، واستثمار الأفراد. ويمكن التمييز في كل منهما بين الاستثمار المحلي والاستثمار الأجنبي.

ولتحليل الاستثمارات الأجنبية في بورصة قطر للأوراق المالية، فإن القيمة المثلى هي اعتبار قيمة الاستثمار المباشر في لحظة القيام به. إلا أن قانون بورصة قطر الرقم (٣٣) لا يسمح للسوق بالإفصاح عن هذه البيانات لأي شخص، حفاظا على سرية المعلومات الخاصة بالمستثمرين. وللتعويض عن ذلك، يمكن دراسة واقع الاستثمار الخارجي في بورصة قطر للأوراق المالية بتحليل القيمة السوقية لأسهم المستثمرين الأجانب في نهاية العام، وذلك بضرب عدد الأسهم المملوكة للأجانب بسعر إغلاق هذه الأسهم في نهاية العام[1].

ارتفعت نسبة تعاملات المستثمرين في العام ٢٠٠٩ من تعاملات الأفراد القطريين حيث بلغت نحو ٤٦,٩٩% لصالح الشراء، وبلغت نحو ٤٩,٤٧% لصالح البيع، وفي مقابل ذلك انخفضت تعاملات المؤسسات القطرية حيث بلغت نحو ١٧,١١% لصالح الشراء، وبلغت نحو ١٦,٥٤% لصالح البيع ... أما بالنسبة لتعاملات غير القطريين فأنها شهدت تحسن طفيف حيث بلغت بالنسبة للأفراد غير القطريين نحو ١٨,٤٤% بالنسبة للشراء ونحو ١٨,١٨% بالنسبة للبيع، أما بالنسبة لتعاملات المؤسسات غير القطرية فأنها بلغت نحو ١٧,٤٥% لصالح الشراء ونحو ١٥,٨١% لصالح البيع.

جدول رقم (١٥)

نسب تعاملات المستثمرين بالبورصة القطرية خلال عام ٢٠٠٩[2].

| المساهمين | | النسبة إلي القيمة الإجمالية | |
|---|---|---|---|
| | | تعاملات القطريين | تعاملات غير القطريين |
| أفراد | شراء | %٤٦,٩٩ | %١٨,٤٤ |
| | بيع | %٤٩,٤٧ | %١٨,١٨ |
| مؤسسات (الشركات- المحافظ - الصناديق) | شراء | %١٧,١١ | %١٧,٤٥ |
| | بيع | %١٦,٥٤ | %١٥,٨١ |

(*) إدارة المعلومات وعلاقات السوق، بورصة قطر، التقرير السنوي، ٢٠٠٩.

١- محمد كمال أبو عشمة، "الاستثمار في أسواق المال الخليجية ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية: "دراسة حالة بورصة قطر"، مرجع سابق، ص ٩٩.

٢- بورصة قطر، التقرير السنوي، ٢٠٠٩.

كما أنه يمكن ملاحظة أن عدد الأسهم المملوكة للأجانب قد ارتفع إلى أكثر من الضعف، ليصل إلى ٦٣١٧١٠٨٩٠ سهماً في ٢٠٠٩، وبنسبة نمو تقارب ٥٧% مقارنة بعام ٢٠٠٨، ويمكن أن يعزى ذلك إلى دخول مساهمين جدد إلى السوق بشكل مباشر، أو لإدراج شركات جديدة في بورصة قطر مملوكة للأجانب، أو للفرص الاستثمارية التي يمكن أن يحققها المستثمرون للنمو الكبير في بورصة قطر وللاقتصاد القطري، وللمستقبل الكبير للاقتصاد القطري والتطور الكبير فيها.

جدول رقم (١٦)

عدد الأسهم موزعة بحسب الجهة المستثمرة بالبورصة القطرية[1].

| إجمالي عدد الأسهم | ٣,٤٥٠,٠٨٦,٧٨٤ |
|---|---|
| استثمار محلي | ٢٨١٨٣٧٥٨٩٤ |
| استثمار أجنبي | ٦٣١٧١٠٨٩٠ |
| نسبة الأسهم المملوكة للأجانب (بالمائة) | ١٨,١٣ |
| مساهمون غير مكتملي البيانات | ٢١٥٤٨٠٩١ |

(*) بورصة قطر للأوراق المالية، بيانات غير منشورة.

ب- واقع أسواق المال القطرية خلال العام ٢٠١٠

شهد العام ٢٠١٠ العديد من الأحداث الهامة ولا شك في أنه كان حافلاً بالمحطات الايجابية بالنسبة لدولة قطر، وقد تبلورت أولى هذه الانجازات في تحقيق السوق القطري الأداء الأفضل إقليمياً بين دول الخليج العربي وبدون منازع، مسجلاً بذلك ٢٤,٨%، نمواً في المؤشر الرئيسي للبورصة، ومتقدماً بأشواط على أسواق السعودية ومسقط اللتان حققا مكاسب بنسبة ٨,٢٠% و١٠% على التوالي.

ومع فوز قطر بشرف استضافة كأس العالم في العام ٢٠٢٢، والآثار الايجابية المترتبة على ذلك من حيث النفقات الهائلة التي ستخصص لأعمال البنية التحتية، فقد ساد الجو الايجابي أرجاء المنطقة وعزز معنويات المستثمرين في هذا الشأن. إضافة إلى ذلك احتفلت دولة قطر بتحقيق قدرة إنتاجية تبلغ ٧٧ مليون طن في السنة من الغاز الطبيعي المسال (LNG)، الأمر الذي يثبت مجدداً مركز قطر على أنها البلد ذات البلد ذات القدرة الإنتاجية الأكبر في العالم للغاز الطبيعي المسال.

١- محمد كمال أبو عشمة، "الاستثمار في أسواق المال الخليجية ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية: "دراسة حالة بورصة قطر"، مرجع سابق، ص ٩٥.

وقد شهد الربع الأخير من العام ٢٠١٠، في ظل هذه الأجواء الايجابية التي تخيم على دولة قطر، أكثر من ١١% نمواً في مؤشر البورصة والذي نتج بالتالي عن زيادة في رسلمة السوق بقيمة ٤٤,٩ مليار ريال قطري[1].

في سياق آخر وخلال النصف الأول من العام ٢٠١٠، استحوذت كل من (شركة بروة العقارية) على (الشركة القطرية للاستثمارات العقارية) و(شركة الملاحة القطرية) على (الشركة القطرية للنقل البحري). ولاحقاً، تم شطب إدراج (الشركة القطرية للاستثمارات العقارية) و(الشركة القطرية للنقل البحري) من بورصة قطر، الأمر الذي أدى إلى انخفاض عدد الشركات المدرجة إلى ٤٢، من جانب آخر، جرى في العام ٢٠١٠ إدراج (شركة مزايا للتطوير العقاري) في بورصة قطر.

وتتمحور الإجراءات المتبعة حالياً حول قيام الشركات المدرجة بالإفصاح عن النتائج المالية المدققة سنوياً وكذلك النتائج الفصلية التي نشرها على الموقع الإلكتروني للبورصة، وتوالت الأحداث الإيجابية تباعاً مع توقيع بورصة قطر اتفاقية مع (مصرف قطر المركزي) لتزويد خدمات التسوية النقدية للصفقات التي يتم تسويتها في إدارة التسجيل المركزي ببورصة قطر، وقد انعكست هذه الخطوة بطريقة إيجابية على المستثمرين ومؤسسات الاستثمار الأجنبية على وجه الخصوص بما أنها تساهم في تعزيز أمن واستقرار نظام التسوية النقدية.

من جهة أخرى فتحت الجهات التنظيمية باب التراخيص أمام البنوك المحلية لمزاولة خدمات الوساطة، وقد جاء هذا الإحياء لدور البنوك، من خلال السماح لها بالدخول في مجال الوساطة، ليضيف بذلك إلى خدمة الخدمات المقدمة إلى المستثمرين.

تعتبر قطر جزء من مؤشر (MSCI) للأسواق المبتدئة، بوزن ترجيحي نسبته ١١,١٤%، وقد أتى الاهتمام المتزايد بالأسواق المبتدئة بعد الأزمة المالية العالمية ومخاوف الركود الاقتصادي في الدول المتقدمة ليساهم في نمو هذه الأسواق. من جهتها، ساهمت دول مجلس التعاون الخليجي بنمو إضافي بلغ نسبته ٦% في مؤشر الأسواق المبتدئة والذي سجل بدوره نمواً سنوياً بلغت نسبته ١٨,٩٦%.

---

١- موقع بورصة قطر، التقرير السنوي، ٢٠١٠.

- التداول في البورصة[1].

ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة بشكل ملحوظ خلال الربع الرابع من العام ٢٠١٠ لتصل نحو ٦,٠ مليار دولار، مقابل قيمة بلغت ٢,٧٣ مليار دولار عن الربع الثالث من العام نفسه، ما نسبته نحو ١٢٠%. وبناءاً على ذلك، ارتفع متوسط التداول اليومي من نحو ٤٣,٣ مليون دولار عن الربع الثالث ليصل إلى ١٠٠,١ مليون دولار عن الربع الرابع. كما ارتفع معدل دوران الأسهم من ٢,٥% إلى ٤,٩% خلال فترة المقارنة نفسها. أما عن العام ٢٠١٠ ككل، فقد بلغ حجم التداول نحو ١٨,٤٣ مليار دولار، مقابل ٢٥,٣٢ مليار دولار قيمة الأسهم المتداولة عن العام السابق ٢٠٠٩.

جدول رقم (١٧)

نشرة التداول السنوية بالبورصة القطرية[2].

| عدد الشركات المتداولة | عدد شركات الوساطة | عدد الشركات المدرجة | عدد الشركات (المرتفعة) | عدد الشركات (المنخفضة) | عدد الشركات (بدون تغير) |
|---|---|---|---|---|---|
| ٤٥ | ٧ | ٤٣ | ٣١ | ١٤ | ٠ |

(*) بورصة قطر، التقرير السنوي ٢٠١٠.

ساهمت السوق الأولية وهي سوق إصدارات الأسهم الجديدة في ضخ ما قيمته ١,٠٥ مليار ريال قطري لتضيف إلى جانب العرض في السوق ما يقارب ١٠٢,٦ مليون سهم، وبلغ عدد تلك الإصدارات إصدارين اثنين، طرح أحدهما من قبل شركة قائمة مدرجة في السوق عبر إصدار (أسهم أحقية)، وبلغت القيمة الإجمالية لذلك الإصدار نحو ٥٢ مليون ريال قطري، فيما كان الإصدار الآخر لشركة حديثة التأسيس طرحت أسهمها للاكتتاب العام وقد بلغت قيمتها ١ مليار ريال قطري.

١- موقع بورصة قطر، التقرير السنوي، ٢٠١٠.

٢- بورصة قطر، التقرير السنوي، ٢٠١٠.

جدول رقم (١٨)

مؤشرات التداول للبورصة القطرية لسنة ٢٠١٠[١].

| عدد أيام التداول | ٢٥١ |
|---|---|
| معدل قيمة التداول اليومي | ٢٦٨,٢٥٦,١٩٩ |
| عدد إصدارات الأسهم الجديدة | ١ |
| قيمة إصدارات الأسهم الجديدة (م.ر.ق) | ٥٠٢,٥ |

(*) بورصة قطر، التقرير السنوي ٢٠١٠.

- التصنيف القطاعي

شهدت القطاعات رئيسة في بورصة قطر (قطاع المصارف والمؤسسات المالية، وقطاع التأمين، وقطاع الصناعة، وقطاع الخدمات) تحسن بصفة عامة، إلا أن قطاع الخدمات استمر في تصدر باقي القطاعات من حيث قيمة الأسهم المتداولة خلال عام ٢٠١٠ بحصة بلغت قيمتها ٢٩,٧٥ مليار ريال قطري، يليه قطاع البنوك والمؤسسات المالية بحصة بلغت ٢٤,٦٠ مليار ريال قطري، أما قطاع الصناعة فقد جاء في المرتبة الثالثة بقيمة ١٢,٤٥ مليار ريال قطري، وأخيراً قطاع التأمين بقيمة ١,٩٠ مليار ريال قطري.. وفيما يلي استعراض موجز لأهم البيانات بهذه القطاعات[٢]:

- قطاع المصارف

نمت أرباح قطاع المصارف والبنوك بنسبة ٢٤,٩% خلال العام ٢٠١٠ وصولا إلى ١٢,٣ مليار ريال قطري، مقابل ٩,٩ مليار ريال في العام ٢٠٠٩، وقد استحوذ القطاع على ما نسبته ٤١,٢% من إجمالي أرباح السوق. حيث سجلت البنوك القطرية أعلى أرباح سنوية لها على الإطلاق خلال العام ٢٠١٠، كما استطاعت تسجيل ثاني أعلى نسبة نمو خلال الخمس سنوات الأخيرة، بعد تلك المحققة خلال العام ٢٠٠٧. حيث نجحت جميع البنوك القطرية في تسجيل نمو في صافي ربحها عن العام ٢٠١٠ مقارنة بصافي ربح العام ٢٠٠٩.

وقد فاقت معدلات النمو في ثلاثة بنوك وهي (مصرف الريان)، و(البنك الأهلي) و(بنك قطر الوطني) نسبة ٣٥,٠%. في حين سجل بنك (الخليج التجاري) أعلى نسبة نمو وبلغت ١٥٥,١% وصولا إلى ٤٢٦,٧ مليون ريال قطري في العام ٢٠١٠، مقابل ١٦٧,٣ مليون ريال قطري في العام ٢٠٠٩. بينما تراوحت معدلات النمو في باقي البنوك ما بين ٠,٩%

١- بورصة قطر، التقرير السنوي، ٢٠١٠.

٢- تقرير بيت الاستثمار العالمي "جلوبل" عن النتائج المالية السنوية للشركات القطرية – ٢٠١٠، ٢٠١١/٣/٢٦، متاح على:
http://shbabeg.wordpress.com

و٩,٣%. هذا وساهم (بنك قطر الوطني) وحده بأكثر من ٤٦% من إجمالي صافي ربح القطاع. وفيما يتعلق بصافي ربح الربع الرابع من العام ٢٠١٠، فقد سجل ارتفاعا بنسبة ٣٩,٢% مقارنة بنفس الفترة من العام السابق، وذلك بفضل تحسن صافي إيرادات الفوائد، مع زيادة محافظ الإقراض في حين سجلت المخصصات تراجعا نسبيا، مقارنة بالفترة المماثلة.

بينما أسهمت مخصصات البنوك بتراجع الأرباح الصافية خلال الربع الرابع ٢٠١٠ بنسبة ٧,٥% عند مقارنتها بالربع الثالث ٢٠١٠، حيث ارتفعت المخصصات بنحو ١٢٦% لتبلغ نحو ٦٨٨ مليون ريال في الربع الرابع ٢٠١٠ مقارنة بمخصصات قدرها ٣٠٤ مليون ريال خلال الربع الثالث ٢٠١٠. والجدير بالذكر، أن أداء البنوك القطرية قد بدأ بالانتعاش خلال الربع الثالث من العام ٢٠١٠، وقد جاء ذلك في خضم اعتلاء مصطلح اتفاقية "بازل ٣" والتي تلزم البنوك بالاحتفاظ برأسمال عالي الجودة يعادل ٧% من أصولها عالية المخاطر، مما سيوفر سيولة أكبر لدى البنوك تساعدها على تمويل المشاريع المختلفة وبالتالي سيساهم ذلك في دعم الاقتصاد الوطني. هذا وقد تم استبعاد الشركة الأولى للتمويل من هذه المقارنة، حيث أنها لم تفصح عن بياناتها المالية. والجدير بالذكر، أنه تم إيقاف تداول أسهم الشركة المذكورة في النصف الأول من العام ٢٠١٠ تمهيدا لإلغاء إدراجها.

- قطاع التأمين[1].

سجل قطاع التأمين القطري نموا في صافي ربح العام ٢٠١٠ بنسبة ٧,٠% وصولا إلى ٨٨٩,٠ مليون ريال قطري مقابل ٨٣٠,٨ مليون ريال قطري في العام ٢٠٠٩، ليساهم بـ٢,٩% من إجمالي أرباح السوق. ويتكون قطاع التأمين القطري من خمس شركات، سجلت أربع منها نموا في صافي ربح العام ٢٠١٠ بنسب تراوحت ما بين ٧,١% لـ (شركة الخليج للتأمين التكافلي) و ٤٣,٢% لـ(شركة القطرية الإسلامية للتأمين)، في حين سجلت (الشركة القطرية العامة للتأمين) التراجع الوحيد في صافي الربح وبنسبة ١٢,٣% وصولا إلى ١١٩,٥ مليون ريال قطري مقابل ١٣٦,٢ مليون ريال قطري في العام السابق. وقد سجلت شركة (قطر للتأمين)، وهي كبرى شركات القطاع من حيث القيمة السوقية، نموا في صافي ربح العام ٢٠١٠ بنسبة ٩,٠% وصولا إلى ٥٩٠,٠ مليون ريال قطري، مقابل ٥٤١,٠ مليون ريال قطري في العام ٢٠٠٩. هذا وقد ساهمت الشركة وحدها بأكثر من

١- تقرير بيت الاستثمار العالمي "جلوبل" عن النتائج المالية السنوية للشركات القطرية - ٢٠١٠، مرجع سابق.

٦٦% من صافي ربح القطاع. والجدير بالذكر، أن شركات التأمين القطرية تتمتع بملاءات مالية قوية وبإدارة جيدة للمخاطر مكنتها من تحقيق معدلات نمو قوية وازدياد مطرد في حجم أقساطها، كما مكنتها من تجاوز أية تداعيات للأزمة المالية العالمية، مستفيدة بذلك من الأداء القوي للاقتصاد القطري.

- قطاع الصناعة[١].

نما صافي ربح قطاع الصناعة بنسبة ١٣,٢% وصولا إلى ٧,٠ مليار ريال قطري في العام ٢٠١٠ مقابل ٦,٢ مليار ريال قطري في العام ٢٠٠٩، ليساهم بـ ٢٣,٠% من إجمالي أرباح السوق. وقد سجلت خمس شركات صناعية نموا في صافي ربح العام ٢٠١٠ بنسب تراوحت ما بين ٧,٤% لشركة زاد القابضة و ٣٩,٧% للشركة القطرية للصناعات التحويلية.

في حين تراجع صافي ربح شركة (الخليج القابضة) بنسبة طفيفة بلغت ٠,٨%. وتكبدت الشركة (القطرية الألمانية للمستلزمات الطبية) خسائر بلغت قيمتها ٣,٤ مليون ريال قطري في العام ٢٠١٠ مقابل صافي ربح مقداره ١,٧ مليون ريال قطري في العام ٢٠٠٩. هذا وسجلت كبرى شركات القطاع من حيث القيمة السوقية وهي شركة صناعات قطر، نموا في صافي ربح العام ٢٠١٠ بنسبة ١٢,٤% وصولا إلى ٥,٦ مليار ريال قطري، مقابل ٥,٠ مليار ريال قطري في العام ٢٠٠٩، وذلك على الرغم من أن نتائج العام ٢٠٠٩ قد تضمنت أرباحا استثنائية بقيمة ١,٢ مليار ريال قطري نتيجة إيرادات الدعم الحكومي، كسداد لفروق أسعار الحديد. هذا وساهمت الشركة وحدها بحوالي ٨٠% من إجمالي صافي ربح القطاع.

- قطاع الخدمات

سجل قطاع الخدمات التراجع الوحيد في صافي ربح العام ٢٠١٠ وبلغت نسبته ٣٩,٣% من ١٦,٠ مليار ريال قطري في العام ٢٠٠٩ إلى ٩,٧ مليار ريال في العام ٢٠١٠، وقد استحوذ القطاع على ما نسبته ٣٢,٥% من إجمالي أرباح السوق. ومن بين ٢١ شركة خدمية، نجحت ١٥ شركة في تسجيل نمو في صافي ربح العام ٢٠١٠ مقارنة مع العام ٢٠٠٩، مقابل تراجع صافي ربح ٥ شركات، بينما سجلت (شركة دلالة صافي) ربح خلال العام ٢٠١٠ مقابل صافي خسارة في العام ٢٠٠٩. والجدير بالذكر، أنه ساهمت ٥ من شركات القطاع، وهي كل من: (اتصالات قطر كيوتل)، (بروة العقارية)، (الكهرباء والماء)،

---

١- تقرير بيت الاستثمار العالمي "جلوبل" عن النتائج المالية السنوية للشركات القطرية – ٢٠١٠، مرجع سابق.

(الملاحة القطرية) و(قطر للوقود)، بنحو ٧٨,٤% من إجمالي صافي ربح القطاع. حيث سجلت (شركة كيوتل) صافي ربح مقداره ٢,٩ مليار ريال عن العام ٢٠١٠، مقابل ٢,٨ مليار ريال عن العام ٢٠٠٩، بنمو بنسبة ٢,٢%، وقد عزت الشركة ذلك إلى تحقيقها نمو كبير على الصعيدين التشغيلي والمالي. فقد نجحت المجموعة في موازنة عملية إدارة الضغوط التنافسية للحصول على حصة سوقية في أسواق ناضجة، مع التطور المستمر في العمليات في الأسواق ذات إمكانات النمو العالية.

بينما حققت (شركة بروة العقارية)، والتي أصبحت تعتبر من أكبر الشركات العقارية في قطر خصوصا بعد اندماجها مع الشركة القطرية للاستثمارات العقارية، نموا في صافي ربح العام ٢٠١٠ بنسبة ٨٣,٥% وصولا إلى ١,٤ مليار ريال قطري مقابل ٧٦٥,٨ مليون ريال قطري في العام ٢٠٠٩. وذلك كنتيجة لارتفاع إيرادات الشركة من الإيجارات والخدمات، إضافة إلى الإيرادات المتأتية من بيع عقارات ومشاريع، وبيع حصة في شركة تابعة، إلى جانب عائدات استثنائية أخرى ناتجة عن الإعفاء من بعض الالتزامات. هذا ونتج عن استحواذ الشركة على (الشركة القطرية للاستثمارات العقارية) في مايو ٢٠١٠، مكاسب بقيمة ٥٠٩ مليون ريال قطري. في حين نتج عن استحواذ الشركة على ٦٠% من شركة بروة الخور مكاسب بقيمة ٢,٢ مليار ريال قطري. كذلك، كان لاستحواذ (بنك بروة العقاري) - المملوك بالكامل لشركة بروة - على شركة الأولى للإجارة والأولى للتمويل دوره في نمو أرباح الشركة ونمو قاعدة أصولها.

والجدير بالذكر، أن الشركة سجلت أعلى أرباح فصلية في تاريخها خلال الربع الرابع ٢٠١٠ وبلغت ٦٣٠,٠ مليون ريال قطري. هذا ونما صافي ربح شركة الكهرباء والماء القطرية خلال العام ٢٠١٠ بنسبة ٢٣,١% وصولا إلى ١,٢ مليار ريال قطري مقابل ٩٤٤,٩ مليون ريال قطري خلال العام ٢٠٠٩، وذلك بفضل نمو مبيعات الشركة بنسبة ٢٩% وصولا إلى ٣,٤ مليار ريال قطري في العام ٢٠١٠. كما نما صافي ربح شركة الملاحة القطرية بنسبة عالية بلغت ١٢٩,٤% وصولا إلى ١,١ مليار ريال قطري في العام ٢٠١٠ مقابل ٤٧٨,٩ مليون ريال قطري في العام ٢٠٠٩. وقد عزت الشركة ذلك إلى بلوغ إيراداتها مقدار ١,٩ مليار ريال قطري بنهاية العام ٢٠١٠ ارتفاعا من ١,٢ مليار ريال قطري كما في نهاية العام ٢٠٠٩، فيما بلغت تلك الإيرادات قبل احتساب الفوائد والضرائب والاستهلاك مقدار ١,٤ مليار ريال قطري بنهاية العام ٢٠١٠ ارتفاعا من ٦٠٤,٠ مليون ريال قطري كما بنهاية العام ٢٠٠٩. في حين جاءت نتائج شركة قطر للوقود مرتفعة بواقع ٥٢٣% عن العام السابق لتبلغ ١,١ مليار ريال قطري بنهاية العام ٢٠١٠ مقابل

أرباحا قدرها ٨٧٠,٠ مليون ريال قطري كانت حققتها الشركة خلال العام ٢٠٠٩، وجاء هذا الارتفاع بسبب نمو المبيعات بمقدار ٢٤% وصولا إلى ٧,٧ مليار ريال قطري بنهاية العام ٢٠١٠ مقابل ٦,٢ مليار ريال قطري خلال العام ٢٠٠٩. هذا وساهمت إيرادات بيع منتجات الوقود، والتي تشمل بيع المنتجات البترولية ومبيعات وقود الطائرات، بمقدار ٩٢% من إجمالي إيرادات الشركة، ببلوغها ٧,١ مليار ريال قطري في العام ٢٠١٠ مقابل ٥,٧ مليار ريال قطري فى ٢٠٠٩.

جدول رقم (١٩)

مساهمات القطاعات المختلفة بالبورصة القطرية[1].

| | البنوك والمؤسسات المالية | التأمين | الصناعة | الخدمات | إجمالي القطاعات |
|---|---|---|---|---|---|
| عدد الأسهم | ٦٢٠,٣٥٠,٧٤١ | ٢٤,٠٨٧,٦٦٧ | ٢٥٧,٤٥٤,٧٢٩ | ١,١٩٢,٤٩٨,٤٠٥ | ٢,٠٩٤,٣٩١,٥٤٢ |
| قيمة الأسهم | ٢٤,٢٩٩,٣٠٦,٩٠٨,٦٠ | ١,٢٨٠,٠١٠,٥٦٥,٩٠ | ١٢,٢٢٢,٢٥٣,٧٧٠,٤٥ | ٢٩,٣٨٢,٩١٦,٦٣١,٧٥ | ٦٧,١٨٥,٢٨٧,٨٧٦,٧٠ |
| عدد الصفقات | ٣١٣,٥٣٧ | ٢٣,٦٢٣ | ١٧١,٨٤١ | ٥٤٣,٣٩١ | ١,٠٥٢,٣٩٢ |
| قيمة المؤشر | ١٣,٥٨٠,٥٥ | ٧,٢١٧,٤٦ | ٨,٢٨٣,٠٩ | ٥,٤٩٦,٤٨ | |
| قيمة التغير | ٣,٦٨٠,٦٨ | ٢,٩١٤,٠٢ | ١,١٧٢,٦٥ | ٣٦٤,٠٣ | |
| نسبة التغير | %٣٧,١٨ | %٦٧,٧١ | %١٦,٤٩ | %٧,٠٩ | |

(*) بورصة قطر، التقرير السنوي ٢٠١٠.

- أداء المؤشر

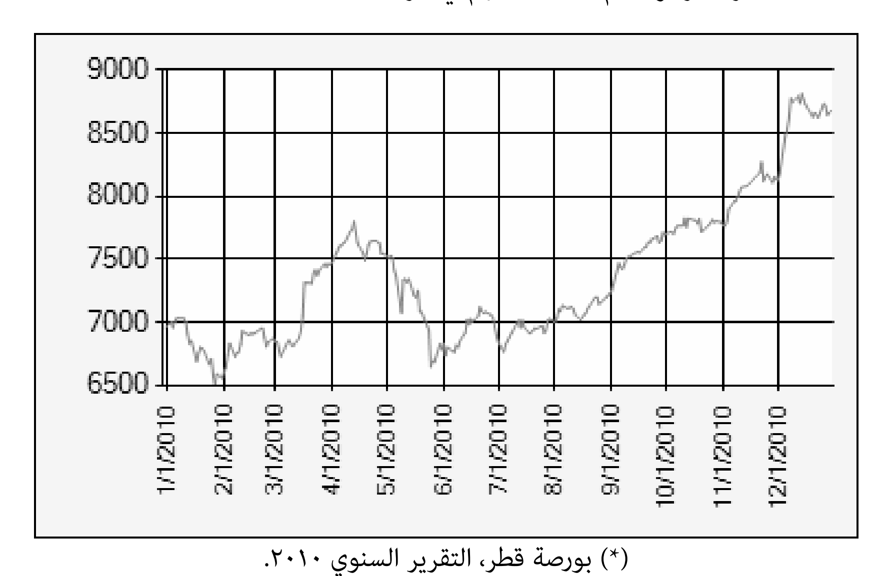
مع بداية العام ٢٠١٠، تمكن مؤشر بورصة قطر من اختراق الحاجز الـ ٧٠٠٠ نقطة، إلا أن الانخفاض المستقر كان سيد الموقف في يناير بسبب تراجع الانتعاش العالمي، ليغلق بذلك المؤشر مع نهاية الشهر على انخفاض ليصل إلى ٦٥٠٢,٩٠ نقطة، أما في فبراير فقد عاود المؤشر الصعود

١- بورصة قطر، التقرير السنوي، ٢٠١٠.

اعتباراً من منتصف شهر مارس، ليبلغ في ١٣ ابريل أعلى مستوى له خلال النصف الأول من العام إذ وصل إلى ٧٨٠١,٣٣ نقطة وذلك مع اكتساب القطاع المصرفي ٢٠% عن الانخفاض الذي شهده في شهر يناير[١]. وقد جاء أثر التسرب النفطي الذي تسببت به (شركة بريتيش بتروليوم) في خليج المكسيك في ٢٠ ابريل ليحدث هبوطاً في مؤشر البورصة إلى ٦٦٤٧,١٨ نقطة في ٢٥ مايو، إلا التصحيح الإيجابي في الأسواق العالمية جاء ليعيد الارتفاع إلى مؤشر البورصة اعتباراً من ٢٥ مايو، ليكسب المؤشر خلال الأشهر الستة التالية، ارتفاعاً ملحوظاً بنسبة ٣٠,٥٩%، ولينهي تعاملات العام عند ٨٦٨١,٦٥ نقطة. وقد شهد العام ٢٠١٠ نمو مؤشر البورصة بنسبة ٢٤,٧٥%، ليجعل من بورصة قطر واحدة من الأسواق الأفضل أداء على الصعيد العالمي في ظل تحقيق الأرباح والمكاسب بقيادة كل من قطاع التأمين (٦٧,٧٢%) والقطاع المصرفي (٣٧,١٨%).

شكل رقم (٢٢)

تطور المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق الدوحة خلال سنة ٢٠١٠[٢].




(*) بورصة قطر، التقرير السنوي ٢٠١٠.

١- بورصة قطر، التقرير السنوي، ٢٠١٠.

٢- بورصة قطر، التقرير السنوي، ٢٠١٠.

- (القيمة) الرسملة السوقية

بلغت القيمة السوقية نحو ١٢٣,٦٤ مليار دولار في نهاية الربع الرابع ٢٠١٠، أي أكثر بنحو ١٢,٣ مليار دولار بالمقارنة مع القيمة السوقية في نهاية الربع الثالث من العام نفسه[1]. أما بالمقارنة مع نهاية عام ٢٠٠٩، تكون القيمة السوقية قد زادت بنحو ٣٥,٧١ مليار دولار.

ويذكر أن متوسط القيمة السوقية للشركة الواحدة، قد بلغ ٢,٨٨ مليار دولار في نهاية ديسمبر ٢٠١٠، مقارنة مع نحو ٢,٠ مليار دولار في نهاية ديسمبر ٢٠٠٩، هذا وقد ارتفعت أسعار أسهم ٣٠ شركة مدرجة، بينما تراجعت أسعار أسهم ١٢ شركة مدرجة، فيما حافظت شركة واحدة على سعرها السابق، وذلك خلال هذا الربع الرابع من العام ٢٠١٠.

وبلغ إجمالي رسملة السوق في العام ٢٠١٠ نحو ٤٥٠،٢٠٣،٠٢١،٠٩٢,٠٠.

- تعاملات المستثمرين

على صعيد استثمار غير القطريين في البورصة، بلغت تعاملات شراء الأجانب (أفراد ومؤسسات) خلال الربع الرابع ٢٠١٠، حوالي ٩٠٦٨,٦ مليون ريال قطري، فيما كانت تعاملات بيعهم قد بلغت ٦٨٢٦,٠ مليون ريال قطري عن هذا الربع، لتسجل الاستثمارات الأجنبية صافي تدفق موجباً عن هذا الربع بلغ ٢٢٤٢,٦ مليون ريال قطري.

جدول رقم (٢٠)

نسب تعاملات المستثمرين بالبورصة القطريةخلال عام ٢٠١٠[2].

| المساهمين | | النسبة إلي القيمة الإجمالية | |
|---|---|---|---|
| | | تعاملات القطريين | تعاملات غير القطريين |
| أفراد | شراء | %٤٠,١٣ | %١٥,٥١ |
| | بيع | %٤٣,٥٧ | %١٥,٤٤ |
| مؤسسات (الشركات- المحافظ - الصناديق) | شراء | %٢٠,٢٧ | %٢٤,٠٩ |
| | بيع | %٢٠,٢١ | %٢٠,٧٩ |

(*) إدارة المعلومات وعلاقات السوق، بورصة قطر، التقرير السنوي، ٢٠١٠.

١- صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع ٢٠١٠، العدد ٦٣، ص ٨٩.

٢- بورصة قطر، التقرير السنوي، ٢٠١٠.

- سوق السندات[1].

واصلت الشركات القطرية اهتمامها بالتمويل عبر إصدارات السندات الدولية. فقد أصدر بنك "قطر الوطني" سندات خلال الربع الرابع من العام ٢٠١٠، بقيمة ١,٥ مليار دولار خلال شهر نوفمبر ٢٠١٠. كما أصدرت (شركة اتصالات قطر كيوتل) سندات بصفة مماثلة ١,٥ مليار دولار خلال شهر أكتوبر في إطار برنامجها المالي العالمي متوسط الأجل.

ج- واقع أسواق المال القطرية خلال العام ٢٠١١

لاشك في أن واقع الاقتصاد العالمي بالإضافة إلى الأزمة المالية التي عصفت بمنطقة اليورو قد أثرت بشكل ملحوظ على معنويات المستثمرين وثقتهم، وقد أتت الأحداث السياسية في المنطقة لتزيد من الأمر سوءاً ولتؤثر بشكل كبير على أسواق الأسهم في المنطقة والعالم خلال العام ٢٠١١، وعلى الرغم من الاستقرار السياسي الملحوظ الذي تتمتع به دولة قطر، ناهيك عن نمو الناتج المحلي الإجمالي، فان الحذر ظل ينتاب المستثمرين في ظل كل هذه الأحداث والظروف، مع ذلك فإن هذه الأحداث لم تمنع بورصة قطر من الحفاظ على مكانتها كأفضل الأسواق في أداء المنطقة العربية والخليج للسنة التالية على التوالي. وقد تم اعتماد إستراتيجية التنمية الوطنية الأولى لدولة قطر للأعوام ٢٠١١ - ٢٠١٦؛ لتحديد المسار الرامي إلى تحقيق أهداف رؤية قطر الوطنية للعام ٢٠٣٠، وتشتمل الإستراتيجية على المسائل المتعلقة بتنويع وتطوير قطاع الخدمات المالية بالإضافة إلى الصحة والتعليم والسياحة[2].

وفي بداية العام ٢٠١١ عملت بورصة قطر على ساعات التداول وتخفيض وحدات المزايدة لسعرية التي انعكست ايجابياً على السيولة من جهة ومنحت المزيد من فرص التداول للمستثمرين من جهة أخرى. وتماشياً مع إستراتيجيتها الرامية إلى تحسين بنية السوق التحتية وبيئة ما بعد التداول، فقد أعلنت البورصة في مايو ٢٠١١ عن التنفيذ الناجح لنظام التسليم مقابل الدفع بهدف تعزيز كفاءة عملية التسوية، وقد لاقي ذلك استحسان المستثمرين بما أنه عزز سمعة بورصة قطر التي تسعى إلى توفير سوق آمن وفعال يعطي مزيداً من الثقة للمستثمرين في الأنظمة والعمليات التي تقوم بها البورصة، كما تجدر الإشارة أن عملية التسليم مقابل الدفع هي شرط أساسي مسبق لإطلاق مبادرات أخرى مهمة لتطوير الأعمال في مجال المنتجات الجديدة وما بعد التداول. كما انضمت بورصة قطر إلى مجموعة "بي تي راديانز" المصرفية العالمية العملاقة، والتي تضم آلاف المؤسسات

١- صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع ٢٠١٠، مرجع سابق.
٢- بورصة قطر، التقرير السنوي، ٢٠١١.

المصرفية العالمية العملاقة، وشركات الوساطة المالية، ومديري الاستثمار، والبورصات العالمية، الأمر الذي يتيح للمستثمرين حول العالم فرصة متابعة معلومات متكاملة ومحدّثة عن الفرص الاستثمارية بدولة قطر.

من جانب آخر، قامت هيئة قطر للأسواق المالية بإصدار نظام طرح وإدراج الأوراق المالية في السوق الثانية. كما أنهت هذه الهيئة المسودة النهائية لمشروع نظام طرح وإدراج الأوراق المالية للشركات المتوسطة والصغيرة.

- التداول في البورصة[1].

بلغت قيمة الأسهم المتداولة خلال الربع الرابع ٢٠١١ نحو ٥,٩ مليار دولار، مقابل قيمة بلغت نحو ٣,٩ مليار دولار عن الربع الثالث من العام نفسه، أي بارتفاع كبير بلغت نسبته نحو ٥١%. وبناءاً على ذلك، ارتفع متوسط التداول اليومي من نحو ٦٢,٩ مليون دولار عن الربع الثالث ٢٠١١، ليصل إلى ٩٦,١ مليون دولار عن الربع الرابع. كما ارتفع معدل دوران الأسهم من ٣,٢% خلال الربع الثالث من العام ٢٠١١، إلى ٤,٧% خلال الربع الرابع من العام نفسه.

بلغ إجمالي كمية الأسهم المتداولة في بورصة قطر خلال الأشهر التسعة الأولى من العام ٢٠١١ مقدار ١,٦ مليار سهم، بقيمة إجمالية بلغت ٦٢,١ مليار ريال قطري (١٦,٩ مليار دولار أميركي). وكان قطاع الخدمات أكثر القطاعات نشاطا من حيث الكمية المتداولة خلال الأشهر التسعة الأولى من العام، حيث شهد تداول ٨٤٠ مليون من أسهمه، بقيمة إجمالية بلغت ٢٣,٨ مليار ريال قطري (٦,٥ مليار دولار أميركي)، أي ما يشكل ٥١,٤% و٣٨,٣% من إجمالي الكمية والقيمة المتداولتين في السوق القطري على التوالي خلال الأشهر التسعة الأولى من العام ٢٠١١.

ومن بين أسهم القطاع، استحوذ سهم (شركة بروة العقارية) على ١٢,٥% من إجمالي كمية الأسهم المتداولة في البورصة خلال الأشهر التسعة الأولى من العام ٢٠١١، حيث تداول المستثمرون ٢٠٤,٩ مليون سهم من أسهم الشركة بقيمة إجمالية بلغت ٦,٧ مليار ريال قطري (١,٨ مليار دولار أميركي). وقد سجل سعر السهم انخفاضا بنسبة ١٨,٣% منهيا تداولات الأشهر التسعة الأولى عند سعر ٢٩,٥ ريال قطري.

---

١- صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع ٢٠١١، العدد (٦٧)، ص ٧٩.

ومن جهة أخرى، كان قطاع البنوك والمؤسسات المالية الأكثر نشاطا من حيث القيمة المتداولة خلال الأشهر التسعة الأولى من العام ٢٠١١، إذ بلغ إجمالي قيمة أسهمه المتداولة ٢٦,٨ مليار ريال قطري (٧,٤ مليار دولار أميركي)، وهو ما يشكل ٤٣,٢% من إجمالي القيمة المتداولة في السوق في تلك الفترة.

وقد شهد سهم (مصرف الريان) عمليات بيع مكثفة خلال الأشهر التسعة الأولى من العام الجاري، حيث تداول المستثمرون ٣٦٨,٨ مليون من أسهمه، بقيمة إجمالية بلغت ٨,٣ مليار ريال قطري (٢,٣ مليار دولار أميركي)، وهو ما يمثل ٢٢,٦% و١٣,٣% على التوالي من إجمالي الكمية والقيمة المتداولتين في السوق خلال الأشهر التسعة الأولى. هذا وشهد سهم البنك ارتفاعا هائلا في قيمته بلغت نسبته ٣٠,٥% بنهاية الأشهر التسعة الأولى مغلقا تداولاته في تلك الفترة عند سعر ٢٤,٩ ريال قطري.

والجدير بالذكر أن البنوك الإسلامية قد لفتت الأنظار إليها بعد القرار الذي أصدره مصرف قطر المركزي والذي يحتم على البنوك التقليدية إغلاق عملياتها للأنشطة المصرفية الإسلامية مع حلول نهاية العام ٢٠١١، مما أدى إلى ارتفاع أسعار أسهم البنوك الإسلامية، في حين تراجعت بعض أسهم البنوك التقليدية.

وبصفة عامة ارتفعت القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة في نهاية ٢٠١١ بنسبة ٢٤,٣١% لتصل إلى ٨٣,٥١٧,٦٢٠,٣٦٠,٤٠ ريال قطري، مقابل ٦٧,١٨٥,٢٨٧,٨٧٦,٧٠ ريال قطري في العام ٢٠١٠، كما ارتفع عدد الأسهم المتداولة بنسبة ٩,٩٥% ليصل إلى ٢,٣٠٢,٧٧٩,٦١٦ سهماً، مقابل ٢,٠٩٤,٣٩١,٥٤٢ سهماً في العام ٢٠١٠، وارتفع عقد العقود المنفذة بنسبة ٦,٣٤% ليصل إلى ١,١١٩,١٠١ عقداً، مقابل ١,٠٥٢,٣٩٢ عقداً في العام ٢٠١٠.

جدول رقم (٢١)

نشرة التداول السنوية بالبورصة القطرية[١].

| عدد الشركات المتداولة | عدد شركات الوساطة | عدد الشركات المدرجة | عدد الشركات (المرتفعة) | عدد الشركات (المنخفضة) | عدد الشركات (بدون تغير) |
|---|---|---|---|---|---|
| ٤٢ | ١٠ | ٤٢ | ١٦ | ٢٦ | ٢ |

(*) بورصة قطر، التقرير السنوي ٢٠١١.

١- بورصة قطر، التقرير السنوي، ٢٠١١.

- التصنيف القطاعي

كان الأداء العام لقطاعات البورصة القطرية سلبيا خلال فترة التسعة أشهر الأولى من العام الحالي، إذ أنهت ثلاثة من قطاعات السوق الأربعة تداولات تلك الفترة على انخفاض.

حقق القطاع المصرفي الأداء الأفضل في العام ٢٠١١ بعائد بلغت بنسبته ٧,٩٦%، أما قطاع الصناعة والتأمين والخدمات، فكان أداؤها متدنياً خلال السنة (١,١٥%، ٧,٠٦%، - ٩% على التوالي).

احتل قطاع الخدمات المرتبة الأولى من حيث قيمة الأسهم المتداولة بحصة بلغت نسبتها ٤١,٧% من القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة، يليه قطاع البنوك والمؤسسات المالية بنسبة ٤٠,١٣%، ثم قطاع الصناعة بنسبة ١٦,٥٥%، وأخيراً قطاع التأمين بنسبة ١,٥١%.

احتل قطاع الخدمات المرتبة الأولى من حيث عدد الأسهم المتداولة بحصة بلغت نسبتها ٥٥,٨٨% من العدد الإجمالي للأسهم المتداولة، يليه قطاع البنوك والمؤسسات المالية بنسبة ٣٣,٦٧%، ثم قطاع الصناعة بنسبة ٩,٤٧%، وأخيراً قطاع التأمين بنسبة ٠,٩٨%.

احتل قطاع الخدمات المرتبة الأولى من حيث عدد العقود المنفذة بحصة بلغت نسبتها ٤٦,٦١% من إجمالي عدد العقود المنفذة، يليه قطاع البنوك والمؤسسات المالية بنسبة ٣٦,٥٧%، ثم قطاع الصناعة بنسبة ١٤,٧٦%، وأخيراً قطاع التأمين بنسبة ٢,٠٦%.

- قطاع المصارف[1].

مضى مؤشر قطاع البنوك والخدمات المالية في اتجاه معاكس لحركة السوق، مسجلا الارتفاع الوحيد خلال تلك الفترة، حيث أضاف ما نسبته ١,٣% إلى قيمته.

ومن بين التطورات الهامة التي شهدها القطاع المصرفي، أعلن (مصرف قطر المركزي) عن اتخاذه تدابير لخفض سعر الفائدة الأساسي بمعدل يتراوح ما بين ٢٠ و٢٥ نقطة أساس. وقد عزى البنك قرار تخفيض سعر الفائدة الأساسي إلى وطأة التطوّرات العالمية، والاعتبارات المحلية ومن بينها، سياسة خفض أسعار الفائدة التي انتهجتها العديد من البنوك المركزية في الاقتصاديات المتقدمة، والبيئة الاقتصادية المواتية، مما أعطى دفعة قوية للإنفاق الاستثماري، وعزز النشاط الائتماني لقطاع المصارف.

هذا ويعتبر هذا التخفيض الثاني من نوعه الذي يجريه مصرف قطر المركزي خلال العام ٢٠١١، بعد التخفيض السابق الذي أجراه في شهر أبريل.

---

١- صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع ٢٠١١، مرجع سابق.

ويعتبر (مصرف الريان) صاحب التأثير الأكبر على أداء قطاع البنوك والمؤسسات المالية، حيث صعد سهم المصرف إلى أعلى مستوى له في خمس سنوات، مرتفعا بنسبة ٣٠,٥% وصولا إلى ٢٤,٩ ريال قطري، علاوة على ذلك، كان سهم (بنك قطر الإسلامي الدولي) أيضا من بين الأسهم المرتفعة ضمن القطاع، إذ ارتفعت قيمته بنسبة ٩,٢% وصولا إلى سعر ٥٣,٣ ريال قطري، من جهة أخرى، كان (بنك قطر الوطني)، وهو أكبر البنوك القطرية من حيث القيمة السوقية، ذو تأثير كبير على مؤشر القطاع حيث ارتفع بنسبة ٧,١% بلغت نحو ١٤٢,٣ ريال قطري.

وفي المقابل كان (البنك التجاري القطري)، أكبر البنوك الخاسرة في القطاع، إذ فقد ما نسبته ١٣,٩% من قيمته، ليتراجع إلى ٧٩,٢ ريال قطري، في حين فقد سهم (بنك الدوحة) ٦% من قيمته لينهي تداولاته عند سعر ٦١,١ ريال قطري.

- قطاع التأمين

سجل مؤشر قطاع التأمين تراجعا بنسبة ٤,٨% خلال الأشهر التسعة الأولى من العام ٢٠١١، حيث انخفض سهم (شركة قطر للتأمين)، المكون الأساسي لمؤشر القطاع، بنسبة كبيرة حيث حدد سعر إغلاق عند ٧٧,٦٠%، يتلى ذلك سهم (شركة الدوحة) حيث حدد سعر إغلاق عند ٢٩,٥٠%، أما (شركة الخليج التكافلي) فقد حددت سعر إغلاق عند ٤٥,١٥%.

- قطاع الصناعة

كان مؤشر قطاع الصناعة الخاسر الأكبر من بين مؤشرات القطاعات الأخرى، بتراجعه بنسبة ٩,٩%، وكان سهم (شركة صناعات قطر)، ذو الثقل في المؤشر، الأكثر تراجعا، حيث سجل انخفاضا هائلا بلغت نسبته ١٠,٢% منهيا تداولاته عند سعر ١٢٣,٩ ريال قطري، على أثر الانخفاض الحاد الذي شهادته أسعار النفط خلال تلك الفترة. كما تراجعت عدد الأسهم (الشركة المتحدة للتنمية) لتبلغ نحو ٧٦,٩٠٢,٨٥٩ سهم، وتراجع أيضاً عدد أسهم (الشركة الطبية) ليبلغ نحو ١٢,٣٨٣,٠٧٢ سهماً فقط.

- قطاع الخدمات.[١]

انخفض مؤشر قطاع الخدمات بنسبة ٨,٤%، في الأشهر التسعة الأولى من العام ٢٠١١. حيث سجلت سبعة من الأسهم الثمانية الداخلة في حساب مؤشر القطاع تراجعا في أدائها، ويعتبر سهم (شركة بروة العقارية) الخاسر الأكبر ضمن القطاع، إذ انخفض بنسبة ١٨,٣%، لينهي تداولاته عند سعر ٢٩,٥ ريال قطري. تلاه سهم (شركة قطر لنقل

---

١- صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع ٢٠١١، مرجع سابق.

الغاز ناقلات) بانخفاض بلغت نسبته ١٤,٤%، ليغلق عند سعر ١٧,١ ريـال قطـري، في حـين انخفـض سـهم (شركة اتصالات قطر كيوتل)، ذو الثقل في المؤشر، بنسبة ١,٤% مغلقا عند سعر ١٤٦,٨%.

جدول رقم (٢٢)

مساهمات القطاعات المختلفة بالبورصة القطرية[1].

| | البنوك والمؤسسات المالية | التأمين | الصناعة | الخدمات | إجمالي القطاعات |
|---|---|---|---|---|---|
| عدد الأسهم | ٧٧٥,٣١٤,٠١٨ | ٢٢,٥٣٧,٦٠٢ | ٢١٨,٠١٧,٣٦٩ | ١,٢٨٦,٩٠٠,٦٢٧ | ٢,٣٠٢,٧٦٩,٦١٦ |
| قيمة الأسهم | ٣٣,٥١٤,٨٤٣,٢٠٥,١٧ | ١,٢٥٩,١٢٦,٥٣٦,٠٠ | ١٣,٨٢١,٤٥٨,٦٢٧,٥٥ | ٣٤,٨٢٣,٩٨٩,٠٩١,٦٨ | ٨٣,٤١٩,٤١٧,٤٦٠,٤٠ |
| عدد الصفقات | ٤٠٩,٢١٠ | ٢٣,١٠٨ | ١٦٥,١٧٣ | ٥٢١,٦٠٨ | ١,١١٩,٠٩٩ |
| قيمة المؤشر | ١٤,٦٦١,٠٣ | ٦,٧٠٧,٤٨ | ٨,١٥٧,٧٣ | ٥,٠٠١,٩٢ | |
| قيمة التغير | ١,٠٨٠,٤٨ | -٥٠٩,٩٨ | -١٢٥,٣٦ | -٤٩٤,٥٦ | |
| نسبة التغير | %٧,٩٦ | %٧,٠٧- | %١,١٥- | %٩,٠٠- | |

(*) بورصة قطر، التقرير السنوي ٢٠١١.

- أداء المؤشر

ارتفع مؤشر البورصة بنسبة ١,١٢% في العام ٢٠١١، وكانت السوق الوحيدة في المنطقـة العربيـة التـي تتمتع بعائد ايجابي على السعر، الأمر الذي يؤكد متانة الشركات القطريـة، وعـلى الصـعيد العـالمي جـاءت قطر في المركز الثامن من حيث أداء العائد الإجمالي (بما في ذلك أرباح الأسهم) بنسبة بلغـت حـوالي ٥,٦%. وقد شهد أول أسبوعين من شهر يناير ارتفاعاً مستقراً في مؤشر البورصة والذي كـان قـد بـدأ في مـايو ٢٠١، ومع حلول ١٦ يناير، كان المؤشر قد بلغ أعلى مستوى له في العـام ٢٠١١[2]، محققـاً ٩٢٤٢,٦٣ نقطـة، وقـد

١- بورصة قطر، التقرير السنوي، ٢٠١١.

٢- بورصة قطر، التقرير السنوي، ٢٠١١.

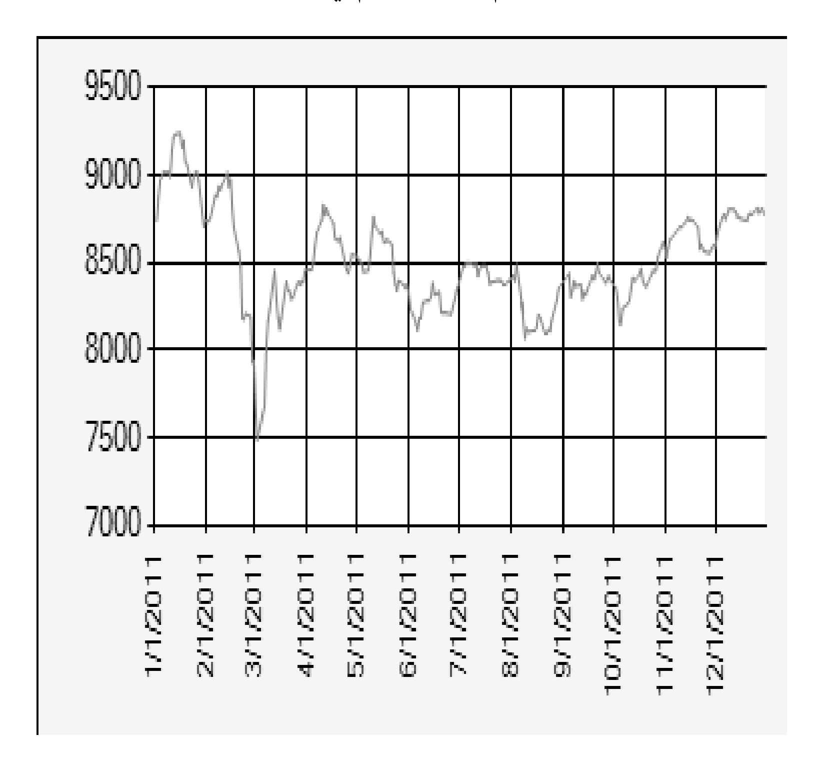
أدت الأحداث التي تعرضت لها مصر في فبراير إلى انخفاض المؤشر ليصل إلى أدني مستوى لـه خـلال العـام والذي بلغ ٧٤٨٩,٢٥ نقطة في الثالث من مارس ٢٠١١، إلا أن المؤشر عاد لينتعش في الأيـام الـعشرة التاليـة مع وصوله إلى ٨٤٥٧,١٢ نقطة، محققاً بذلك نمواً بلغت نسبته ٣,٨% بنهاية العام.

وبالإجمال فقد كسب المـؤشر ١,١٢% في العـام ٢٠١١، وهـي سـنة مسـتقرة للمـؤشر القطـري مقارنـة بأسواق المنطقة التي تكبدت الخسائر خلال الفترة نفسها، وبالتالي يمكن القول أن مؤشر بورصـة قطـر قـد حقق نسبة ٢٥,٦% على مدى العامين السابقين.

إضافة إلى ذلك فقد ارتفعت مؤشرات الأسعار الخاصة ببورصة قطر – وللربع الثاني على التوالي - خلال الربع الرابع من العام ٢٠١١، فقد ارتفع مؤشر صندوق النقد العـربي لهـذه البورصـة بنسـبة ٤,٢% خـلال الربع الرابع، مقابل ارتفاع طفيف بلغت نسبته نحو ٠,٢% عن الربع السابق مـن العـام ذاتـه. أمـا مـؤشر بورصة قطر، فقد ارتفع بدوره أيضاً بنسبة بلغت نحو ٤,٦% خلال الربع الرابـع، ليصـل إلى ٨٧٧٩,٠ نقطـة في نهاية ديسمبر ٢٠١١.

شكل رقم (٢٣)

تطور المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق الدوحة خلال سنة ٢٠١١[1].




١- بورصة قطر، التقرير السنوي، ٢٠١١.

- (القيمة) الرسملة السوقية

بلغت القيمة السوقية نحو ١٢٥,٦ مليار دولار في نهاية الربع الرابع من العام ٢٠١١، أي أكثر بنحو ٤,٧ مليار دولار، بالمقارنة مع القيمة السوقية في نهاية الربع الثالث من العام نفسه. ويذكر أن متوسط القيمة السوقية للشركة الواحدة قد بلغ ٢,٩٩ مليار دولار في نهاية الربع الرابع من العام ٢٠١١[1]. وبصفة عامة ارتفعت القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في السوق في نهاية السنة ٢٠١١ بنسبة ١,٨٧% لتصل إلى ٤٥٧,٣٥١,٥٦٤,٢٦٢,٥٢ ريال قطري، مقابل ٤٤٨,٩٣٧,٥٠٤,٤٠٨,٨٠ ريال قطري في العام السابق ٢٠١٠. حيث بلغت قيمة رسلمة السوق حوالي ٤٥٧,٣٥١,٥٦٤,٢٦٢,٥٢.

- تعاملات المستثمرين

حققت بورصة قطر سلسة من الإنجازات المهمة خلال العام ٢٠١١، حيث استفاد المستثمرون داخل دولة قطر وفي أوروبا وآسيا والولايات المتحدة من المرونة والسيولة والنمو الملحوظ الذي حققته دولة قطر. وفي أكتوبر أطلقت بورصة قطر مبادرة تهدف إلى السماح للمستثمرين بالحصول على أرباح أسهمهم من خلال إيداعها مباشرة في حساباتهم المصرفية، بالإضافة إلى ذلك تسعى بورصة قطر في الفترة الحالية إلى تنفيذ العديد من المبادرات بهدف توفير سيولة أكبر للبورصة والمستثمرين فيها، ومنها التنسيق مع الجهات التنظيمية للمضي قدماً في تنفيذ مبادرة الدخول المباشر إلى السوق وعملية إقراض واقتراض الأوراق المالية وتزويد السيولة والتداول على الهامش.

ومع نهاية العام ٢٠١١ قامت البورصة بإدراج أذونات الخزينة قصيرة الأمد التي تهدف إلى جذب البنوك والمؤسسات المالية والمستثمرين على حد السواء، كما أن وجود سوق للسندات سيشجع الشركات على إصدار وإدراج السندات كبديل آخر لعملية التمويل ويساهم بالتالي في زيادة السيولة في السوق، وهذا يؤكد قدرة البورصة على الإدراج والتداول بفئات مختلفة من الأصول وكذلك تنويع فرص الاستثمار التي تقدمها إلى كافة المشاركين في السوق.

وعلى صعيد استثمار غير القطريين في البورصة، شهد الربع الرابع من العام ٢٠١١ استمرار عمليات البيع الخاصة بالمستثمرين الأجانب (الأفراد والمؤسسات)، والتي تجاوزت عمليات الشراء الخاصة بهم وبشكل ملموس وللربع الثاني على التوالي. فقد تراجعت حصة شراء الأجانب إلى نحو ٢٧,١٦% من إجمالي عمليات الشراء، مقارنة مع ٣٢,٣١% خلال

١- صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع ٢٠١١، مرجع سابق.

الربع الثالث من نفس العام. وقد شكلت مشتريات المؤسسات الأجنبية مها نحو ١٧,٢٢%. وفي نفس السياق، بلغت عمليات بيع المستثمرين الأجانب خلال هذا الربع الرابع نحو ٣٣,٦٧% من إجمالي عمليات البيع، مقارنة مع ٤٣,١٣% خلال الربع الثالث ٢٠١١، منها نحو ٢٣,٢٩% للمؤسسات الأجنبية.

جدول رقم (٢٣)

نسب تعاملات المستثمرين بالبورصة القطرية خلال عام ٢٠١١[١].

| المســـاهمـــــين | | النسبة إلي القيمة الإجمالية | |
|---|---|---|---|
| | | تعاملات القطريين | تعاملات غير القطريين |
| أفراد | شراء | %٣٦,٢١ | %١١,٧٥ |
| | بيع | %٣٦,٧٤ | %١١,٧٠ |
| مؤسسات (الشركات - المحافظ - الصناديق) | شراء | %٣٠,٥٠ | %٢١,٥٣ |
| | بيع | %٢٦,٩١ | %٢٤,٦٥ |

(*) إدارة المعلومات وعلاقات السوق، بورصة قطر، التقرير السنوي، ٢٠١١.

١- بورصة قطر، التقرير السنوي، ٢٠١١.

المبحث الثالث: تقييم أداء بورصة البحرين للأوراق المالية

تعد تركيبة الاقتصاد البحريني الأقل اعتماداً على النفط بين اقتصاديات دول الخليج، حيث عملت حكومة البحرين منذ وقت مبكر في تنويع موارد الاقتصاد الوطني بالاستثمار في صناعات أساسية كصهر الألمنيوم والصناعات التكميلية والبتروكيماويات وصيانة السفن، كما وضعت إطار عمل تنظيمي ترمي من خلاله تطوير البحرين كمركز مالي وتجاري إقليمي.

ونسبة لمحدودية احتياطي النفط والغاز في البحرين فقد اتجهت البلاد لتنويع مصادر اقتصادها، وقد بدأت هذه العملية في أواخر ستينيات القرن الماضي بافتتاح مصهر ألمنيوم البحرين (ألبا) الذي تطور من حجم متوسط في البداية إلى ثاني أكبر موقع صهر في العالم.

ومن أهم القواعد التي يستند عليها الاقتصاد البحريني. قطاع المصارف، حيث تنتشر الكثير من المصارف الأجنبية والعالمية في المملكة. مما جعلها مركزاً مالياً هاماً في منطقة الخليج، وتستضيف البحرين اليوم أكثر من ١٥٠ مصرفاً، ويساهم قطاع المصارف بنسبة ١٧% في الدخل القومي[١].

كما عملت المملكة على تطوير بيئة وبنية تحتية حاضنة للاستثمارات، من خلال إنشاء المؤسسات الداعمة لجذب الاستثمارات وريادة الأعمال ووضع التشريعات والقوانين اللازمة وتوفير القوى العاملة البشرية المحلية المدربة التي تتميز بالمهارات والخبرة اللازمة للعمل في العديد من المجالات والتي تهدف إلى جعل المملكة مركزاً تجارياً في الخليج والخيار الأول للمستثمرين، بما يعكس المكانة الاقتصادية الكبيرة التي تتمتع بها المملكة كمركز مالي ومصرفي متميز في المنطقة الخليجية والعربية.

وفي هذا الإطار يمكن تناول (بورصة البحرين)، باعتبارها أداة رئيسة في تعزيز الاقتصاد الوطني من خلال تقديم خدمات فعالة وذات اعتمادية عالية متنوعة لجميع أطراف ومكونات قطاع رأس المال، من خلال تنفيذ الاستراتيجية الشاملة الهادفة لتطوير مختلف جوانب العمل في البورصة بشكل يجعلها أكثر قدرة على تلبية متطلبات المرحلة القادمة.

عملت بورصة البحرين على اتخاذ الإجراءات اللازمة لتطبيق مبادئ حوكمة الشركات وفق متطلبات مصرف البحرين المركزي وميثاق حوكمة الشركات مع الالتزام بمبدأ (الالتزام أو التوضيح) وذلك لتعزيز الإفصاح المطلوب، كما تم إقرار قواعد سلوك العمل المهني لموظفي البورصة لتطبيق أفضل الممارسات المهنية وتحقيق الجودة والتميز[٢].

---

١- "معلومات عن الاقتصاد البحريني"، النبأ، متاح على:

http://www.alnabanews.com/node/٢٢٤٣.

٢- "موقع بورصة البحرين"، متاح على:

http://www.bahrainbourse.com.bh/bhb/about_us_ar.asp?page=about_us&sec=chair_messg.

بالإضافة لذلك اتخذت بورصة البحرين عدداً من المبادرات الداعمة لجهود تطوير بيئة العمل وتعزيـز المناخ الوظيفي فيها بشكل يعزز الانتماء المؤسسي للموظفين والمحافظة عـلى الكفـاءات والخـبرات، إضـافة إلى تعزيز أنظمة الرقابة الداخلية لعمليات البورصة المالية والإدارية والتقنية.. وفيما يلي تفصيل ذلك:

أولاً: نشأة وتطور سوق البحرين للأوراق المالية

استطاعت دولة البحرين بحكـم موقعهـا الاسـتراتيجي أن تلعـب دورا حيويـا في تجـارة الترانزيـت وأن تشكل مركز جذب للشركات الأجنبية والتي سعت إلى افتتاح فروع لهـا لتمويـل عمليـات تجـارة الاسـتيراد والتصدير، وقد تم افتتاح أول فرع لبنك أجنبي في عام ١٩٢١، وتوالت بعد ذلك عمليات افتتاح العديد من الفروع ومكاتب التمثيل للشركات والبنوك التجارية والاستثمارية في البحرين.

ويعتبر صدور المرسوم الأميري رقم (٣١) لسنة ١٩٥٦ بشأن إنشاء أول بنك وطنـي وهـو بنـك البحـرين الوطني، بداية الانطلاقة في تأسيس الشركات المساهمة العامة في البحرين، حيث تبعه تأسيس العديد ومن الشركات والمؤسسات المالية والتجارية والخدمية والصناعية[1].

ومع بداية الثمانينيات تم إنشاء سوق غير رسمي (سوق اللؤلؤة) لبيع وشراء الشركـات المسـاهمة العامة والذي عجز أن يشكل سوقا للأوراق الماليـة يـوفر الثقـة والطمأنينـة، وأيضـا القيمـة الحقيقيـة لأسهم الشركات المتداولة فيه وذلك لافتقاره للبنيـة التشريعيـة والقانونيـة والفنيـة والإداريـة اللازمـة لنجاح واستمرار عمل أسواق الأوراق المالية. ولتلافي هذه السلبيات تم التعاون مـع مؤسسـة التمويـل الدولية (IFC) لإجراء دراسـة جـدوى لإنشـاء سـوق الأوراق الماليـة فى البحـرين، وبنـاء عـلى النتـائج الايجابية والمشجعة لإنشاء مثل هذا السـوق، صـدر المرسـوم بقـانون رقـم (٤) لسـنة ١٩٨٧ والخـاص بإنشاء وتنظيم سوق الأوراق المالية، كما صدرت اللائحة الداخلية للسـوق بـالقرار الـوزاري رقـم (١٣) لسنة ١٩٨٨، وبذلك تم إرساء القواعـد التنظيميـة اللازمـة لاسـتكمال إصـدار كافـة الأنظمـة المتعلقـة بالتداول والتسويات والمعلومات والتي في ضوئها تم بدء التداول الرسمي في السوق بتـاريخ ١٧ يونيـو ١٩٨٩، تحت مسمى (سوق البحرين للأوراق المالية).

وفي العـام ١٩٩٩ بـدأت "بورصـة البحـرين" بتطبيـق نظـام التـداول الآلي، والـذي يـتم من خلاله تنفيذ جميع الصفقات في البورصة بشكل الكتروني بدلاً عن النظام اليـدوي الـذي كان يُطبق سابقاً. وفى العام ٢٠٠٢ وقـع سـوق البحـرين لـلأوراق الماليـة مـع بنـك مسـقط اتفاقية يتم بموجبها إدراج بنك مسـقط في السـوق كـأول بنـك عـماني يـدرج في البورصـات

١- حسين عبد المطلب الأسرج، "آليات تفعيل البورصة العربية الموحدة"، مرجع سابق، ص ٥٠.

الخليجية، ويعمل على توفير الإدراج للمستثمرين البحرينيين المقيمين في البحرين بما يمثل فرصة لشراء أسهم البنك مباشرة من سوق البحرين للأوراق المالية، كما تم نقل المسئوليات التشريعية والرقابية على قطاع رأس المال من وزارة التجارة إلى مصرف البحرين المركزي، لتصبح "بورصة البحرين" بذلك خاضعة لرقابة وإشراف المصرف المركزي.

وفي عام ٢٠١٠ أصدر الملك "حمد بن عيسى آل خليفة" ملك مملكة البحرين مرسوم رقم (٦٠) لسنة ٢٠١٠ لتأسيس "بورصة البحرين" كشركة مساهمة مقفلة، لتحل محل سوق البحرين للأوراق المالية الذي تأسس عام ١٩٨٧، ومنذ ذلك الوقت حرصت على الانضمام إلى العديد من المنظمات الإقليمية والدولية مثل اتحاد البورصات وأسواق المال العربية والاتحاد الدولي للبورصات (WFE) واتحاد البورصات الآسيوية والأوروبية (FEAS) ومنظمات الإيداع لأفريقيا والشرق الأوسط (AMEDA)، ومؤسسة الترميز العالمية (ANNA)، مما أتاح لها الاطلاع بشكل دائم على آخر المستجدات التشريعية والفنية والإدارية في قطاع رأس المال[1].

وفي عام ٢٠١٣ وقعت بورصة البحرين وناسداك OMX اتفاقية تقوم بموجبها البورصة باستبدال نظام التداول فيها من النظام الحالي Horizon إلى نظام X-Stream المصمم من قبل ناسداك OMX، وذلك بهدف دعم جهود البورصة في سعيها نحو استقطاب المزيد من المستثمرين سواء من دول الخليج او من باقي دول العالم.

وبالنسبة للإطار القانوني تحكم بورصة البحرين مجموعة من القوانين والتشريعات والتي تشمل القوانين واللوائح الداخلية بالإضافة إلى كافة القرارات الصادرة من مصرف البحرين المركزي ذات العلاقة بتنظيم قطاع رأس المال في البحرين، ومن ذلك قانون رقم (٥٧) لسنة ٢٠٠٩، ومرسوم رقم (٦٠) لسنة ٢٠١٠، واللائحة الداخلية، قواعد وإجراءات التداول الآلي.

ويتمحور الهدف الأساسي لبورصة البحرين[2]. في العمل على تطوير سوق الأوراق المالية على نحو يخدم عمليات التنمية الاقتصادية ويساعد في تحقيق أهداف السياسية الاقتصادية للدولة، وذلك بتوفير التسهيلات اللازمة لتطوير السوق المحلية إلى سوق إقليمية ودولية والسماح بإدراج الشركات غير البحرينية في السوق أو قبول التعامل في أسهمها، وتشجيع الادخار والنهوض بالوعي الاستثماري للمواطنين، بما يكفل توجيه هذه المدخرات إلى القطاعات المنتجة، وتطوير وترشيد أساليب التعامل في السوق بما يكفل توفير السيولة والاستمرارية وعدالة وسلامة التعامل بما يؤدي إلى الانضباط لتحقيق المصلحة والحماية للمتعاملين في السوق، وتطوير سوق

---

١- موقع بورصة البحرين، متاح على:
http://www.bahrainbourse.com.bh/bhb/about_us_ar.asp?page=about_us&sec=History.

٢- اللائحة الداخلية لبورصة البحرين، ص ٥.

الأوراق المالية على نحو يعزز المركز المالي لدولة البحرين وذلك بتطوير المؤسسات المالية والأدوات الاستثمارية المتداولة في السوق، دعم الصلات والروابط مع أسواق الأوراق المالية في المنطقة والعالم والاستفادة من أساليب التعامل فيها بما يساعد على تطوير السوق المحلية.

تتولى ادارة سوق البحرين ادارة يطلق عليها "مجلس إدارة السوق"، حيث يقوم بجميع الاختصاصات والصلاحيات اللازمة لإدارة السوق برئاسة محافظ مؤسسة نقد البحرين ويكون تشكيل أعضائه من عضوان يمثلان مؤسسة نقد البحرين ويكون أحدهما نائباً للرئيس، عضوان يمثلان غرفة تجارة وصناعة البحرين، عضوان يمثلان البنوك الوطنية يختارهما رئيس المجلس، عضوان يمثلان مكاتب الوساطة في السوق، وبصفة عامة يكون المجلس مسئولاً بصفة خاصة عما يلي: رسم السياسات والاستراتيجيات العامة للسوق، وضع القواعد التنظيمية الخاصة بالتداول في الأوراق المالية، وكذلك تحديد القواعد والإجراءات والنظم الخاصة بإصدار وإدراج وتداول أدوات الدَّين في السوق، وتحديد الرسوم المقررة عليها، إقرار ميزانية السوق واعتماد الحسابات الختامية، تعيين مراقبي الحسابات، تحديد أيام وساعات التداول في قاعة السوق وفقاً للظروف المناسبة[1]، وتشكيل اللجان الاستشارية وغيرها من اللجان حسب الحاجة لتلبية مختلف احتياجات السوق وبالذات في المجالات الآتية: اقتراح الطرق والوسائل الخاصة بتطوير سوق البحرين للأوراق المالية، إيجاد وتحديد الأنظمة اللازمة لمكافحة عمليات الغش والتحايل والتأثير على السوق، تحديد الأسس والمعايير السليمة المتبعة في مجال المحاسبة والتدقيق.

وبالنسبة لعضوية السوق فأنها تشمل كل من: دلالي الأوراق المالية الطبيعيين والاعتباريين، صانعي السوق الطبيعيين والاعتباريين، وأي شخص طبيعي أو اعتباري يقرر مجلس إدارة السوق قبول عضويته.

ويقتصر التداول في السوق على الأوراق المالية الآتية: أسهم الشركات المساهمة البحرينية التي تطرح أسهمها للاكتتاب العام، أسهم الشركات المساهمة غير البحرينية والتي يوافق عليها مجلس الإدارة، سندات وأدوات الدين التي يقرر مجلس إدارة السوق إدراجها أو التداول فيها، أية أوراق مالية أخرى يوافق عليها مجلس إدارة السوق.

أما فيما يتعلق بشروط الأدراج في بورصة البحرين[2]. بالنسبة للشركات المحلية، فأنه يجب أن يكون مضى على تأسيس الشركة على الاقل مدة عامين صدرت عنهما ميزانيتان مدققتان لعامين متتاليين، ان لا يقل رأس المال عن ٥٠٠ الف دينار او ما يعادلها وبحد ادنى ٥٠٠ الف سهم المدفوع منها على الاقل ٥٠% من قيمتها، ان لا يقل عدد المساهمين عن ١٠٠

---

١- اللائحة الداخلية لبورصة البحرين، ص ٦.

٢- محمد بن فهد العمران، "الأسواق المالية في دول مجلس التعاون الخليجية.. دراسة تحليلية مقارنة"، مرجع سابق، ص ١٩.

مساهم، يجب ان لا تقل حقوق المساهمين عن ١٢٠% من رأس المال المدفوع، ان لا تقل المبيعات السنوية عن ٥٠٠ الف دينار و تحقيق صافي ربح في اخر سنتين ماليتين متتاليتين، ان لا يقل سعر السهم في السوق عن القيمة الاسمية، ان لا يقل حجم التداول عن الحد الادنى المسموح به في السوق، اما بالنسبة للشركات غير البحرينية فيجب أن تكون شركة مساهمة عامة مدرجة في السوق المالي ببلدها الام او مساهمة مغلقة مضى على تأسيسها ثلاث سنوات على الاقل، ان لا يقل رأس المال المدفوع عن ١٠ مليون دولار امريكي، تحقيق صافي ارباح من نشاطاتها الاساسية في اخر ثلاث سنوات، ان لا يقل عدد المساهمين عن ١٠٠ مساهم.

ومن أهم شروط إدراج الأوراق المالية للشركات المساهمة أن تكون الشركة مستوفية لجميع الأحكام الواردة في المرسوم بقانون رقم (٢٨) لعام ١٩٧٥ للشركات التجارية وتعديلاته والخاص بالشركات المساهمة، أن يكون قد مضى على تأسيس الشركة عامان ميلاديان و أصدرت ميزانيتين سنويتين مدققتين، ألا يقل رأسمال الشركة المدفوع عن ٥٠٠,٠٠٠ دينار أو ما يعادلها بالعملات الأخرى، وألا يقل عدد الأسهم الصادرة عن ٥٠٠,٠٠٠ سهم، وما زاد عن ذلك فيجب أن تكون الأسهم مدفوعة بنسبة ٥٠% على الأقل، ألا تقل قيمة السهم الصادر للشركة في السوق عن النسبة المدفوعة من القيمة الاسمية للسهم، ألا يقل حجم التداول في أسهم الشركة عن الحد الذي يحدده السوق، ألا يقل عدد المساهمين المسجلين في سجلات الشركة عن ١٠٠ مساهم.

ثانياً: خصائص سوق البحرين للأوراق المالية

تشترك خصائص بورصة البحرين في معظم خصائص وسمات ومميزات وعيوب البورصات الخليجية، باعتبارها جزء أساسي من الأسواق الواعدة في هذه المنطقة الحيوية، وهو ما يمكن رصده على النحو التالي[1]:

١- عدم وجود ضرائب سواء المباشرة أو غير المباشرة.

٢- حرية تحويل الأموال والأرباح دون أية قيود على تحويل الدينار البحريني إلى أية عملة أخرى.

---

١- أخبار اليوم، متاح على:
http://www.fxnewstoday.ae/arab-markets/%D٨٪B٣٪D٩٪٨٨٪D٩٪٨٢ %D٨٪A٧ %D٩٪٨٤٪D٨ %A٨٪D٨٪AD%D٨ %B١٪D٩٪٨A%D٩٪٨٦.

٣- توفر الإطار التشريعي للاستثمار في البلاد، حيث تم استكمال الهيكل التنظيمي للسلطة النقدية وفقا للقانون رقم ٢٣ لسنة ١٩٧٣ وبموجبها تأسس بنك الدولة ممثلا في مصرف البحرين المركزي.

٤- وجود مجموعة من القوانين والتشريعات، ومن أهمها قانون رقم (٥٧) لسنة ٢٠٠٩، ومرسوم رقم (٦٠) لسنة ٢٠١٠.

٥- التركيز وضيق السوق.

ثالثاً: دور بورصة البحرين في النشاط والتنمية الاقتصادية

تحتل بورصة البحرين دوراً مهماً في دعم عجلة النمو الاقتصادي وتحريكها من خلال مجموعة من القنوات، أهمها:

١- نقل الأموال من الأطراف التي يتوافر لديها فائض من أموال المدخرات الى الأطراف التي تحتاجها أو تعاني من عجز في الأموال.

٢- تحقيق التوازن بين قوى الطلب وقوى العرض وتوافر الحرية لإجراء المعاملات والمبادلات بين أطراف المجتمع.

٣- جذب الفائض من رأس المال غير المشارك في الاقتصاد القومي الى رأس مال نشط ومشارك بفعالية في الدورة الاقتصادية لتشارك من خلال عمليات الاستثمار للأفراد والشركات في الأسهم والسندات والصكوك.

٤- توفير الموارد الحقيقية لتمويل المشروعات من خلال طرح الأسهم والسندات وإعادة بيع هذه الأسهم والسندات المملوكة للمشروعات لتلعب في إدارة الموارد النقدية للمشروعات.

٥- التملك والانتفاع والحصول على عائد سنوي مناسب وتدفع الشركات إلى تحسين أدائها وزيادة ربحيتها.

رابعاً: واقع بورصة البحرين خلال الفترة ٢٠٠٩ -٢٠١١

فيما يلي عرض لواقع البورصة البحرينية خلال السنوات الأخيرة من خلال التركيز على قاعدة البيانات التي تقوم بورصة البحرين للأوراق المالية بإعداداتها، وهو ما يمكن استعراضه على النحو التالي:

١- واقع أسواق المال البحرينية خلال العام ٢٠٠٩م

تأثرت التعاملات في سوق البحرين للأوراق في العام ٢٠٠٩ بتداعيات الازمة المالية العالمية، والتي انعكست على مجمل نشاط السوق وحركة التداول فيه، الامر الذي نتج

انخفاض مؤشر البحرين العام بنسبة ١٩,١٧% عن معدل اقفاله في نهاية ديسمبر ٢٠٠٨، في حين انخفضت قيمة الأسهم المتداولة وكميتها وعدد الصفقات المنفذة بنسبة ٧٧,٣٥%، ٤٩,١٥%، ٣٠,٣٧% على التوالي.

وشهد العام ٢٠٠٩ واحد من القرارات التاريخية لقطاع رأس المال في مملكة البحرين، حيث أصدر الملك "حمد" المرسوم بقانون (٥٧) والقاضي بتحويل السوق إلى شركة مساهمة، بهدف جعل السوق قادر على تلبية كافة احتياجات المهتمين بالاستثمار في السوق وتوفير المزيد المرونة للسوق للعب دور أكبر وأكثر فاعلية في خدمة الاقتصاد البحريني.

- التداول في البورصة

بالنسبة لقيم التداول، استأثر قطاع البنوك التجارية على ٥٤,٠٧% من مجمل قيم التداول تلاه قطاع الاستثمار بواقع ٢٦,٣٦%، فقطاع الخدمات بواقع ١٦,٣٨%، فقطاع الفنادق والسياحة بواقع ٠,٩٩%، فقطا التأمين بواقع ٠,٦٩%، فقطاع الصناعة بواقع ٠,٠٣%٠

تصدر سهم البنك الأهلي المتحد قائمة الشركات الأكثر ارتفاعا من حيث القيمة المتداولة بواقع ٤٣,٨ مليون دينار مستحوذا على قرابة ٢٤,٦% من مجمل القيم المتداولة للسوق، تلاه سهم بنك البحرين والكويت بنسبة ١٤,٧%، فبيت التمويل الخليجي ١٠,٩%، فشركة البحرين للاتصالات ١٠%، فمصرف السلام ٩,٥%.

أما من حيث كميات التداول ... فقد استأثر قطاع البنوك التجارية على ٥٦,٨% من كمية التداول تلاه قطا الاستثمار بواقع ٣٠,٦٦%، فقطاع الخدمات بواقع ٩,٨٨%، فقطاع الفنادق والسياحة بواقع ٠,٧٧%، فقطاع التأمين بواقع ٠,٤٤%، فقطاع الصناع بواقع ٠,٠٢%.

وقد تصر سهم البنك الأهلي المتحد قائمة الشركات الأكثر ارتفاعا من حيث الكمية المتداولة، بواقع ٢١٦,٩ مليون سهم، ومستحوذا على قرابة ٢٥,٥% من مجمل الكميات المتداولة للسوق، تلاه سهم مصرف السلام بنسبة ١٧,٩%، ثم بنك الإثمار بنسبة ١٧,٨%، فبيت التمويل الخليجي بنسبة ٧,٨%، فبنك البحرين والكويت بنسبة ٧,٧%[1].

١- بورصة البحرين، "التقرير السنوي"، ٢٠٠٩.

جدول رقم (٢٤)

مؤشرات التداول ببورصة البحرين[1].

| المؤشر | ٢٠٠٩ |
| --- | --- |
| اجمالي القيمة السوقية (دينار) | ٦,١٣١,٠١٠,٠٠٥ |
| قيمة الاسهم (دينار) | ١٧٨,٣٥٦,٧٩٣ |
| كمية الاسهم | ٨٥٢,٢٤٩,٤٨٠ |
| عدد الصفقات | ٣٠,٣١٧ |
| مجموعة ايام التداول | ٢٤٥ |
| المتوسط اليومي لقيمة الاسهم | ٧٢٧,٩٨٧ |
| المتوسط اليومي لكمية الاسهم | ٣,٤٧٨,٥٦٩ |
| المتوسط اليومي لعدد الصفقات | ١٢٤ |

(*) بورصة البحرين، التقرير السنوي، ٢٠٠٩.

- القيمة السوقية

بلغت القيمة السوقية بنهاية العام ٦,١٣ مليار دينار بحريني مقارنة بـ ٧,٥٢ مليار دينار في نهاية العام ٢٠٠٨، مسجلة انخفاض بنسبة ١٨,٤٧%، وقد سجل قطاع الصناعة أعلى نمو من حيث القيمة السوقية بارتفاعه من ١٤,٧ مليون دينار بحريني في العام ٢٠٠٨، إلى ١٧,٧ مليون دينار في العام ٢٠٠٩، مسجلاً نمو بنسبة ٢٠,٠٨%.

انخفضت القيمة السوقية للشركات المحلية المساهمة العامة المدرجة في سوق البحرين للأوراق المالية إلى ٦,١٣ مليار دينار مقارنة ب ٧,٥٢ مليار دينار في مطلع العام، مسجلة تراجعا بنسبة١٨,٤٧%، استحوذ قطاع الاستثمار على٤١,٥٤%من القيمة السوقية الإجمالية، تلاه قطاع البنوك بواقع ٣٣,٢٥% الخدمات١٩,٢٣%، الفنادق والسياحة ٢,٨٩%، التأمين ٢,٨٣%، فالصناعة ٠,٢٩%.

من جهة أخرى سجل قطاع الصناعة أعلى نمو في القيمة لسوقية مقارنة بمطلع العام بواقع ٢٠,٠٥%، تلاه قطاع الفنادق والسياحة ١٥,٤٢%، أما قطاع الخدمات فقد سجل تراجعاً بنسبة ٥,١٦%، والتأمين ١٤,١٢%، والبنوك ١٩,٤٧%، والاستثمار ٢٤,٥٩%.

---

١- مرجع سابق، ص ١٨.

جدول رقم (٢٥)

تطور القيمة السوقية لقطاعات السوق البحريني (مليون دينار)[١].

| القطاع | ٢٠٠٩ |
|---|---|
| الاستثمار | ٢,٥٤٦,٦٦ |
| البنوك | ٢,٠٣٨,٥٣ |
| الخدمات | ١,١٧٨,٧٥ |
| الفنادق والسياحة | ١٧٦,٢٠ |
| التأمين | ١٧٣,٢٧ |
| الصناعة | ١٧,٦٩ |
| اجمالي السوق | ٦,١٣١,١١ |

(*) بورصة البحرين، التقرير السنوي، ٢٠٠٩.

- أداء المؤشر

أقفل مؤشر البحرين العام عند مستوى ١,٤٥٨,٢٤ نقطة بنهاية العام ٢٠٠٩، مسجلا انخفاضاً بنسبة ١٩,١٧% مقارنة بنهاية العام ٢٠٠٨، وقد سجل قطاع الصناعة أفضل أداء بين قطاعات السوق، حيث ارتفع بنسبة ٢٠,٠٩% وفقاً لمؤشر البحرين العام.

فقدت بورصة الأسهم في البحرين ١٧ في المائة من قيمتها، ويعتبر هذا أسوأ انخفاض في منطقة الخليج. وخلال العام ٢٠٠٩ خسرت قرابة نصف قيمتها، ولم تتفوق عليها في الانخفاض إلا سوق دبي المالية. وهبطت أسعار أسهم الشركات المدرجة في مؤشر "مورجان ستانلي للأسعار الاستهلاكية" في البحرين بنسبة ٧١ في المائة خلال العام ٢٠٠٨، وهو أسوأ أداء بين المؤشرات الخليجية.

١- مرجع سابق، ص ١٧.

شكل رقم (٢٤)

تطور المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق البحرين خلال عام ٢٠٠٩[1].




- الإيداع المركزي

بلغت جملة أسهم الشركات البحرينية المساهمة العامة المودعة في الايداع المركزي ما مجموعه ٨,٢٢٠ بليون سهم بنهاية ٣١ ديسمبر ٢٠٠٩، مشكلة ما نسبته ٣٥,٦٠% من جملة الأسهم الصادرة والمدفوعة، وذلك مقارنة بـ ٨,٥٤٦ بليون سهم في مطلع العام ٢٠٠٩، مسجلة انخفاض بنسبة ٣,٨١%.

بلغت القيمة السوقية للشركات البحرينية المساهمة العامة المودعة في السوق ٢,٥٣٩ بليون دينار بنهاية ٣١ ديسمبر ٢٠٠٩ مقارنة بـ ٣,١٨٥ بليون سهم في مطلع العام، مسجلة انخفاضاً بنسبة ٢٠,٢٨%.

بلغ عدد الجنسيات المسجلة في الايداع المركزي ٩٣ جنسية، بينما بلغ اجمالي المستثمرين في اسهم الشركات البحرينية المساهمة العامة ما مجموعه ٢٢,٩١٥ مستثمر بنهاية ٣١ ديسمبر ٢٠٠٩ مقارنة بـ ٢١,٦٩٠ مستثمر مطلع العام، مسجلين نمواً بنسبة ٥,٦٥%.

١- بورصة البحرين، "التقرير السنوي"، ٢٠٠٩، ص ١٨.

جدول رقم (٢٦)

الإدراجات ببورصة البحرين[1].

| ٢٠٠٩ | النوع |
|---|---|
| ٤٩ | عدد الشركات المدرجة (مساهمة عامة – مقفلة – غير بحرينية) |
| ١ | الاسهم الممتازة |
| ١٤ | السندات والصكوك |
| ٣٥ | الصناديق الاستثمارية |

(*) بورصة البحرين، التقرير السنوي، ٢٠٠٩.

- تعاملات المستثمرين

انخفضت قيمة تداولات المستثمرين البحرينيين وغير البحرينيين بنسبة ٧٥,٦%، و٧٩,٣% في العام ٢٠٠٩، مقارنة بالعام ٢٠٠٨، لتبلغ ٢٠١,٣ مليون دينار و١٥٥,٤ مليون دينار على التوالي. استحوذ البحرينيين على ٥٦,٥ من اجمالي قيمة الأسهم المتداولة في العام ٢٠٠٩، مقابل ٤٣,٥% للجنسيات الأخرى.

جدول رقم (٢٧)

نسبة قيمة وكمية التداول ببورصة البحرين وفقاً للجنسية[2].

| قيمة التداول | كمية التداول | الجنسية |
|---|---|---|
| ٢٠١,٣٥٠,٠٧٧ | ١,٠١٩,٨٧٣,٢٢٢ | بحرينيون |
| ١٥٥,٣٦٣,٥٠٩ | ٦٨٤,٦٢٥,٧٣٨ | غير بحرينيون |
| ٣٥٦,٧١٣,٥٨٦ | ١,٧٠٤,٤٩٨,٩٦٠ | المجموع |

(*) بورصة البحرين، التقرير السنوي، ٢٠٠٩.

٢- واقع أسواق المال البحرينية خلال العام ٢٠١٠م

مثل صدور المرسوم الملكي رقم (٦٠) للعام ٢٠١٠ الخاص بتحويل تحول سوق البحرين للأوراق المالية إلى شركة "بورصة البحرين"، بمثابة خطوة هامة لتحويل البورصة من بورصة محلية إلى بورصة ذات مواصفات عالمية تواكب متطلبات الإدارة الحديثة للبورصات وأسواق المال حول العالم، وتتمتع بقدرات تنافسية عالية قادرة على جذب وتوطين الاستثمارات.

---

١- بورصة البحرين، "التقرير السنوي"، ٢٠٠٩، ص ١٩.

٢- مرجع سابق، ص ٢١.

وقد شهد العام ٢٠١٠ إنهاء عملية نقل بورصة البحرين إلى مقرها الجديد بمرفأ البحرين المالي، كما تـم إصدار وتطبيق "دليل سياسة تعاملات الأشخاص الرئيسيين في البورصة"، وذلـك في مسـعى يهـدف لتسـهيل إجراءات تداول الأشـخاص الرئيسـيين في الأسـهم والأوراق الماليـة الأخـرى المدرجـة في البورصـة، وتخفيـف الأعباء الإدارية والإجرائية على الشركات المصدرة للأسهم والأوراق المالية والأشخاص الرئيسيين، كما يسـاهم في تعزيز الشفافية وتأمين بيئة عادلة ومتكافئة لتداول جميع فئات المستثمرين في البورصة.

- التداول في البورصة

بالنسبة لقيم التداول، استأثر قطاع البنوك التجارية على ٤٠,٧٠% من قيم التداول تلاه قطاع الاستثمار بواقع ٢٣,٩٧%، فقطاع الخدمات ٢٣,٣٢%، فقطاع التأمين بواقع ٩,٣٥%، فقطـاع الصـناعة بواقـع ١,٤٤%، فقطاع الفنادق والسياحة بواقع ١,٢١%. تصدر البنك الأهلي المتحد قائمة الشركات الأكثر نشاطاً من حيـث القيمة المتداولة، بواقـع ٢١,٨ مليـون دينـار مسـتحوذا عـلى قرابـة ٢٠,١٢% مـن مجمـل القـيم المتداولـة للبورصة، تلاه بيت التمويل الخليجي بنسـبة ١٢,٩٦% فشركـة البحـرين للاتصـالات ١٢,٩٤% فبنـك الإثمـار ٦,٥٧%، فمصرف السلام ٦,٤٨%.

أما من حيث كميات التداول ... فقد استحوذ قطاع البنوك التجارية عـلى ٥٤,١٨% مـن مجمـل كميـة التداول ثم تلاه قطاع الاستثمار بواقع ٢٨,١٦%، فقطاع الخدمات بواقع ١٠,٩٨%، فقطاع التـأمين ٥,٢٣%، فقطاع الفنادق والسياحة ١,١٧%، فقطاع الصناعة ٠,٢٩%.

تصدر بيت التمويل الخليجي قائمة الشركـات الأكـثر نشـاطاً مـن حيـث الكميـة المتداولـة، بواقـع ١٤١,٤ مليون سهم، ومستحوذا على قرابة ٢٣,٠٩% من مجمـل الكميـات المتداولـة في البورصـة، تـلاه بنـك الإثمـار ٢٠,٥٣%، فالبنـك الأهـلي المتحـد ١٤,٠٧%، فـمصرف السـلام ١٣,٦٣%، فشركـة البحـرين للاتصالات ٤,١٤%[1].

---

١- بورصة البحرين، "التقرير السنوي"، ٢٠١٠، ص ٢٠.

جدول رقم (٢٨)

مؤشرات التداول ببورصة البحرين[1].

| المؤشر | ٢٠١٠ |
|---|---|
| اجمالي القيمة السوقية (دينار) | ٧,٥٦٢,٥١٧,٠٤٥ |
| قيمة الاسهم (دينار) | ١٠٨,٤١٠,٩٠٦ |
| كمية الاسهم | ٦١٢,١٨٨,٥١٧ |
| عدد الصفقات | ١٩,٦٤٧ |
| مجموعة ايام التداول | ٢٤٧ |
| المتوسط اليومي لقيمة الاسهم | ٤٣٨,٩١١ |
| المتوسط اليومي لكمية الاسهم | ٢,٤٧٨,٤٩٦ |
| المتوسط اليومي لعدد الصفقات | ٨٠ |

(*) بورصة البحرين، التقرير السنوي، ٢٠١٠.

- القيمة السوقية

بلغت القيمة السوقية بنهاية العام ٧,٥٦ مليار دينار بحريني، مقارنة بـ ٦,١٣ مليار دينار في نهاية عام ٢٠٠٩، مسجلة ارتفاعاً بنسبة ٢٣,٣٥%، وقد سجل قطاع الصناعة أعلى نمو من حيث القيمة السوقية بارتفاعه من ١٧,٧ مليون دينار في العام ٢٠٠٩، إلى ١,٣٠١ مليون دينار في العام ٢٠١٠، مسجلاً نمواً بنسبة ٧,٢٥٦,٦%، وذلك بسبب ادارج أسهم شركة المونيوم البحرين ضمن قطاع الصناعة يوم ٣٠ نوفمبر برأس مال قدره ١٤٢ مليون دينار بحريني.

ارتفعت القيمة السوقية للشركات المحلية المساهمة العامة المدرجة في بورصة البحرين إلى ٧,٥٦ مليار دينار مقارنة ب ٦,١٣ مليار دينار مطلع العام، مسجلة نمواً بنسبة ٢٣,٣٥%، وذلك يعود بشكل رئيسي إلى إدراج شركة ألمنيوم البحرين (ألبا). استحوذ قطاع البنوك على ٣٣,٩٦% من القيمة السوقية الإجمالية، تلاه قطاع الاستثمار بواقع ٢٩,٦٣%، فالصناعة ١٧,٢١%، الخدمات ١٤,١٠%، الفنادق والسياحة ٢,٨٤%، التأمين ٢,٢٦%. من جهة أخرى، سجل قطاع الصناعة أعلى نمو في القيمة السوقية مقارنة بمطلع العام بواقع ٧٢٥٦,٥٨% تلاه قطاع البنوك ٢٥,٩٧%، فقطاع الفنادق والسياحة ٢٢,٠٢%. أما قطاع التأمين فقد سجل تراجعا بنسبة ١,٤٤%، الخدمات ٩,٥٥%، والاستثمار ١٢%.

---

١- بورصة البحرين، "التقرير السنوي"، ٢٠١٠، ص ٢٢.

جدول رقم (٢٩)

القيمة السوقية لقطاعات البورصة البحرينية (مليون دينار)[1].

| القطاع | ٢٠١٠ |
|---|---|
| البنوك | ٢,٥٦٧,٨٧ |
| الاستثمار | ٢,٢٤٠,٩٧ |
| الصناعة | ١,٣٠١,٧٤ |
| الخدمات | ١,٠٦٦,١٧ |
| الفنادق والسياحة | ٢١٥,٠٠ |
| التأمين | ١٧٠,٧٧ |
| اجمالي السوق | ٧,٥٦٢,٥٢ |

(*) بورصة البحرين، التقرير السنوي، ٢٠١٠.

- أداء المؤشر

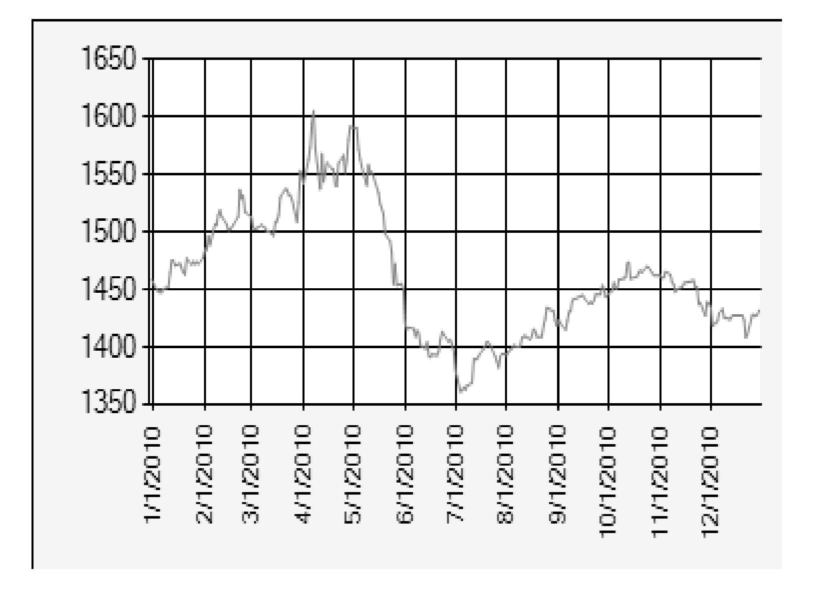
اقفل مؤشر البحرين العام عند مستوى ١,٤٣٢,٢٦ نقطة بنهاية عام ٢٠١٠، مسجلاً انخفاضاً بنسبة ١,٧٨% مقارنة بنهاية عام ٢٠٠٩، وقد سجل قطاع الفنادق والسياحة أفضل أداء بين قطاعات السوق، حيث ارتفع بنسبة ٢١,٩٩% وفقاً لمؤشر البحرين العام.

أما على مستوى الأداء المالي، فقد حققت البورصة نتائج إيجابية نتج عنها نمو في الفائض من عمليات البورصة ليبلغ ٦١٩,٢٤٤ دينار مقارنة بـ ١٢٧,١٨٠ دينار في ٢٠٠٩ بنمو نسبته ٢٤,٠٧%، كما ارتفع المال المتجمع للبورصة إلى ٤,٤٤٢,١٧٦ دينار مقارنة ٣,٨٢٢,٩٣٢ في ٢٠٠٩ بارتفاع نسبته ١٦,٢٠%.

١- بورصة البحرين، التقرير السنوي، مرجع سابق، مرجع سابق، ص ٢٠.

شكل رقم (٢٥)

تطور المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق البحرين خلال عام ٢٠١٠[1].




- الإيداع المركزي

بلغ إجمالي أسهم الشركات البحرينية المساهمة العامة المودعة في الإيداع المركزي ما مجموعه ١١,٥٦٠ بليون سهم بنهاية ٣١ ديسمبر ٢٠١٠ مشكلة ما نسبته ٤٣,٥٧% من جملة الأسهم الصادرة والمدفوعة، وذلك مقارنة ب ٨,٥٤٦ بليون سهم في مطلع العام ٢٠١٠ مسجلة نموا بنسبة ٣٥,٢٧%.

بلغت القيمة السوقية للشركات البحرينية المساهمة العامة المودعة في البورصة ٣,٩٩٠ بليون دينار بنهاية ٣١ ديسمبر ٢٠١٠ مقارنة بـ٣,١٨٥ بليون دينار في مطلع العام، مسجلة نموا بنسبة ٢٥,٠٠%.

بلغ عدد الجنسيات المسجلة في الإيداع المركزي ٩٣ جنسية، بينما بلغ إجمالي المستثمرين في أسهم الشركات البحرينية المساهمة العامة ما مجموعه ٢٦,٥٢٩ مستثمر بنهاية ٣١ ديسمبر ٢٠١٠ مقارنة بـ ٢١,٦٩٠ مستثمر مطلع العام، مسجلين نموا بنسبة ٢٢,٣١%.

---

١- بورصة البحرين، "التقرير السنوي"، ٢٠١٠، ص٢٢.

جدول رقم (٣٠)

الإدراجات بالبورصة البحرينية[1].

| ٢٠١٠ | النوع |
|---|---|
| ٤٩ | عدد الشركات المدرجة (مساهمة عامة – مقفلة – غير بحرينية) |
| ١ | الاسهم الممتازة |
| ١١ | السندات والصكوك |
| ٣٥ | الصناديق الاستثمارية |

(*) بورصة البحرين، التقرير السنوي، ٢٠١٠.

- تعاملات المستثمرين

انخفضت قيمة تداولات المستثمرين البحرينيين وغير البحرينيين بنسبة ٢٥,٢٩%، ٥٧,٠٦%، في العام ٢٠١٠، وذلك مقارنة بالعام ٢٠٠٩، لتبلغ ١٥٠,١ مليون دينار و٦٦,٧ مليون دينار على التوالي.

استحوذ البحرينيون على ٦٩,٢٤% من اجمالي قيمة الاسهم المتداولة في عام ٢٠١٠ مقابل ٣٠,٧٦% للجنسيات الاخرى.

جدول رقم (٣١)

نسبة قيمة وكمية التداول وفقاً للجنسية ببورصة البحرين[2].

| قيمة التداول | كمية التداول | الجنسية |
|---|---|---|
| ١٥٠,١١٧,٩٣٩ | ٨٩٧,٨١٢,٦٥١ | بحرينيون |
| ٦٦,٧٠٣,٨٧٤ | ٣٢٦,٥٦٤,٣٨٣ | غير بحرينيون |
| ٢١٦,٨٢١,٨١٣ | ١,٢٢٤,٣٣٧,٠٣٤ | المجموع |

(*) بورصة البحرين، التقرير السنوي، ٢٠١٠.

٣- واقع أسواق المال البحرينية خلال العام ٢٠١١م

تواصلت آثار الأزمة المالية العالمية والمستجدات في المنطقة على نشاط حركة التداول في معظم البورصات وأسواق المال الخليجية العربية ومن بينها بورصة البحرين، إلا أن العام ٢٠١١ كان مليئاً بالعديد من الانجازات النوعية التي استطاعت بورصة البحرين تحقيقها في العديد من المجالات التشريعية والإدارية والفنية، والتي ساهمت في بناء الأسس العريضة

١- بورصة البحرين، "التقرير السنوي"، ٢٠١٠، ص ١٩.
٢- بورصة البحرين، "التقرير السنوي"، ٢٠١٠، ص ٢١.

لرسم السياسات المستقبلية للبورصة خلال السنوات القادمة، ولعل أهمها، البدء في تطبيق الاستراتيجية الشاملة التي تتضمن محاورها الرئيسية تعزيز التعاون والتنسيق بين البورصة وبعض المؤسسات الحكومية والقطاع الخاص لإطلاق عدد من المبادرات التي تستهدف بشكل أساسي رفع معدلات التداول في البورصة، والعمل على زيادة عدد الشركات المدرجة في البورصة، والبحث في السبل الكفيلة بتشجيع الشركات والمؤسسات على الاستفادة من التسهيلات والحوافز التي تقدمها البورصة في مجالات إدراج وتسجيل مختلف الأدوات الاستثمارية وخدمات الحفظ المركزي.

كما بادرت بورصة البحرين إلى إجراء بعض التعديلات على شروط إدراج الشركات المساهمة المقفلة بما يشجعها على طلب الإدراج في البورصة وكذلك قامت باتخاذ الإجراءات اللازمة لتطبيق مبادئ حوكمة الشركات وفق متطلبات مصرف البحرين المركزي وميثاق حوكمة الشركات الصادر عن وزارة الصناعة والتجارة مع الالتزام بمبدأ (الالتزام أو التوضيح) وذلك لتعزيز الإفصاح المطلوب، كما تم إقرار قواعد سلوك العمل المهني لموظفي البورصة وذلك لتطبيق أفضل الممارسات المهنية وتحقيق الجودة والتميز في أداء البورصة.

- التداول في البورصة

سجلت حركة التعاملات في البورصة انخفاضاً في قيمة التعاملات بنسبة ٣,١٨% مقارنة بعام ٢٠١٠، كما تراجعت كمية الأسهم المتداولة بنسبة ١٥,٠٢%، أما عدد الصفقات فانخفض بنحو ٣٩,٨٥%[١].

بالنسبة لقيم التداول، استأثر قطاع البنوك التجارية على ٤٧,٦٤% من مجمل قيم التداول تلاه قطاع الاستثمار بواقع ١٩,٣٨%، فقطاع الخدمات بواقع ١٩,٠٦%، فقطاع الصناعة بواقع ٨,٨٠%، فقطاع الفنادق والسياحة بواقع ١,١٣%، فقطاع التأمين بواقع ١,١١%.

تصدر البنك الأهلي المتحد قائمة الشركات الأكثر نشاطاً من حيث القيمة المتداولة، بواقع ٣٩,٧٦ مليون دينار مستحوذا على قرابة ٣٧,٨٨% من مجمل القيم المتداولة في البورصة، تلتها شركة البحرين للاتصالات بنسبة ١٢,٥٦%، فبيت التمويل الخليجي ١١,٨٠%، ألبا ٨,٨٠%، فمجموعة البركة المصرفية ٥,٨٢%[٢].

أما من حيث كميات التداول، فقد استحوذ قطاع البنوك التجارية على ٥١,٨٦% من مجمل كمية التداول تلاه قطاع الاستثمار بواقع ٢٧,٨٢%، فقطاع الخدمات بواقع

---

١- بورصة البحرين، "التقرير السنوي"، ٢٠١١، ص ١٧.

٢- بورصة البحرين، "التقرير السنوي"، ٢٠١١، ص ١٧.

١١,٧٠%، فقطاع الصناعة ٢,٦٢%، فقطاع الفنادق والسياحة ١,٤٢%، فقطاع التـأمين ٠,٧٣%. وقـد تصـدر البنك الأهلي المتحد قائمة الشركات الأكثر نشـاطاً مـن حيـث الكميـة المتداولـة، بواقـع ١٤٧ مليـون سـهم، ومستحوذا على قرابة ٢٨,٢٦% من مجمل الكميـات المتداولـة في البورصـة، تـلاه بيـت التمويـل الخليجـي ٢٣,٧٥%، فبنك الاثمار ٨,٧٣%، فمصرف السلام ٨,٢٤%، فشركة البحرين للاتصالات ٥,٨٧%.

جدول رقم (٣٢)

مؤشرات التداول بالبورصة البحرينية[1].

| المؤشر | ٢٠١١ |
|---|---|
| اجمالي القيمة السوقية (دينار) | ٦,٢٥٤,٤١٠,٧١٩ |
| قيمة الاسهم (دينار) | ١٠٤,٩٦٦,١٦٠ |
| كمية الاسهم | ٥٢٠,٢٢٣,٩١٨ |
| عدد الصفقات | ١١,٨١٨ |
| مجموعة ايام التداول | ٢٤٥ |
| المتوسط اليومي لقيمة الاسهم | ٤٢٨,٤٣٣ |
| المتوسط اليومي لكمية الاسهم | ٢,١٢٣,٣٦٣ |
| المتوسط اليومي لعدد الصفقات | ٤٨ |

(*) بورصة البحرين، التقرير السنوي، ٢٠١١.

- القيمة السوقية

بلغت القيمة السوقية للسوق بنهاية السنة ٦,٢٥ مليار دينار بحريني مقارنـة بـــ٧,٥٦ مليـار دينـار في نهاية عام ٢٠١٠، مسجلة انخفاضا بنسبة ١٧,٣٠%، انخفضت قيمة الأسـهم المتداولـة مـن ١٠٨,٤١ مليـون دينار في عام ٢٠١٠ إلى ١٠٤,٩٧ مليون دينار في عام ٢٠١١، مسجلة تراجعا بنسبة ٣,١٨%.

انخفضت القيمة السوقية للشركات البحرينية المساهمة العامة المدرجـة في بورصـة البحـرين إلى ٦,٢٥ مليار دينار مقارنة بـ ٧,٥٦ مليار دينار مطلع العام، مسجلة تراجعاً ١٧,٣%. كما استحوذ قطاع البنوك على ٣٨,٢٦% من القيمة السوقية الإجمالية، تلاه قطاع الاستثمار بواقع ٢٦,٨٥%، فالصناعة ١٥,٢٥%، الخدمات ١٣,٩٤%، الفنادق والسياحة ٣,٠٦%، التأمين ٢,٦٣%.

١- مرجع سابق، ص ١٨.

من جهة أخرى، سجل قطاع الصناعة أعلى انخفاض في القيمة السوقية مقارنة بمطلع العام بواقع ٢٦,٧٣% تلاه قطاع الاستثمار ٢٥,٠٥%، فقطاع الخدمات ١٨,٢٣%، الفنادق والسياحة ١٠,٩١%، البنوك ٦,٨%، فالتأمين ٣,٦٨%[١].

جدول رقم (٣٣)

تطور القيمة السوقية لقطاعات السوق (مليون دينار)[٢].

| القطاع | ٢٠١١ |
|---|---|
| البنوك | ٢,٣٩٣,٢١ |
| الاستثمار | ١,٦٧٩,٥٥ |
| الصناعة | ٩٥٣,٨٤ |
| الخدمات | ٨٧١,٧٨ |
| الفنادق والسياحة | ١٩١,٥٤٥ |
| التأمين | ١٦٤,٤٨١ |
| اجمالي السوق | ٦,٢٥٤,٤١ |

(*) بورصة البحرين، التقرير السنوي، ٢٠١١.

- أداء المؤشر

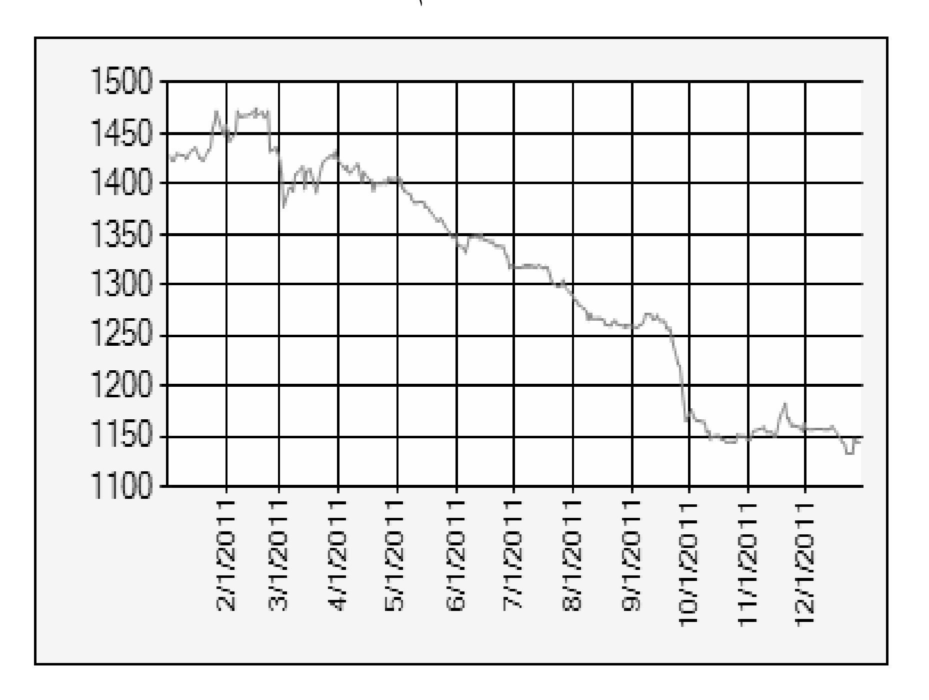
اقفل مؤشر البحرين العام عند مستوى ١,١٤٣,٦٩ نقطة بنهاية عام ٢٠١١، مسجلا انخفاضا بنسبة ٢٠,١٥% مقارنة بنهاية عام ٢٠١٠.

١- مرجع سابق، ص ١٨.
٢- مرجع سابق، ص ١٧.

شكل رقم (٢٦)

تطور المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق البحرين

خلال عام ٢٠١١[1].




- الايداع المركزي

بلغ اجمالي أسهم الشركات البحرينية المساهمة العامة المودعة في الإيداع المركزي ما مجموعه ١١,٠٤٤ بليون سهم بنهاية ٣١ ديسمبر ٢٠١١ مشكلة ما نسبته ٤١,٤٥% من جملة الأسهم الصادرة والمدفوعة، وذلك مقارنة بـ ١١,٥٦٠ بليون سهم في مطلع العام ٢٠١١ مسجلة انخفاضا بنسبة ٤,٤٦%. وبلغت القيمة السوقية للشركات البحرينية المساهمة العامة المودعة في البورصة ٢,٩٩٦ بليون دينار بنهاية ٣١ ديسمبر ٢٠١١ مقارنة ب ٣,٩٨٧ بليون دينار في مطلع العام، مسجلة انخفاضا بنسبة ٢٤,٨٦%.

١- بورصة البحرين، "التقرير السنوي"، ٢٠١١، ص٢٢.

جدول رقم (٣٤)

الإدراجات ببورصة البحرين[1].

| النوع | ٢٠١١ |
|---|---|
| عدد الشركات المدرجة (مساهمة عامة – مقفلة – غير بحرينية) | ٤٩ |
| الاسهم الممتازة | ١ |
| السندات والصكوك | ١١ |
| الصناديق الاستثمارية | ٣١ |

(*) بورصة البحرين، التقرير السنوي، ٢٠١١.

- تعاملات المستمرين

تشير نسب التداول إلى استحواذ البحرينيين على ٥٦,٠٨% من مجمل تداولات البورصة، في حين استأثرت الجنسيات الأخرى بـ ٤٣,٩٢% من إجمالي قيمة التداولات[2]. كما بلغ عدد الجنسيات المسجلة في الإيداع المركزي ٩٤ جنسية، بينما بلغ إجمالي المستثمرين في أسهم الشركات البحرينية المساهمة العامة ما مجموعه ٢٧,٦٥٠ مستثمر بنهاية ٣١ ديسمبر ٢٠١١ مقارنة بـ ٢٦,٤٥٦ مستثمر مطلع العام، مسجلين نمـوا بنسبة ٤,٥١%.

جدول رقم (٣٥)

نسبة قيمة وكمية التداول بالبورصة البحرينية وفقاً للجنسية[3].

| الجنسية | كمية التداول | قيمة التداول |
|---|---|---|
| بحرينيون | ٦٥٩,٩٠٣,٦٩٢ | ١١٧,٧٢٧,٧٣٠ |
| غير بحرينيون | ٣٨٠,٥٤٤,١٤٤ | ٩٢,٢٠٤,٥٨٩ |
| المجموع | ١,٠٤٠,٤٤٧,٨٣٦ | ٢٠٩,٩٣٢,٣١٩ |

(*) بورصة البحرين، التقرير السنوي، ٢٠١١.

١- بورصة البحرين، "التقرير السنوي"، ٢٠١١، ص ١٩.
٢- مرجع سابق، ص ٢٤.
٣- مرجع سابق، ص ٢١.

المبحث الرابع: تقييم اداء البورصة الإماراتية. "سوق دبي للأوراق المالية نموذجا"

شهدت الإمارات العربية المتحدة خلال فترة السبعينيات – أي في مرحلة ما بعد النفط – تطور كبير وتدفق هائل في الأموال النفطية وزيادة في الفوائض النفطية واتساع وتنوع في الأسواق المختلفة والمتنوعة ازدهار ونمو المدخرات والاستثمارات الفردية، مما أدى إلى زيادة الحاجة إلى الأخذ بالأساليب والوسائل المتقدمة لاستيعاب مجالات الاستثمار الجديدة داخل الدولة وخارجها، ومن ذلك إنشاء وتطوير ما يسمي بـ(الأسواق المالية) التي تؤمن الحاجات المختلفة لكافة الوحدات الاقتصادية في المجتمع، مما يساعد على الاستفادة من مدخرات الأفراد وغيرهم في المجالات الإنتاجية، وبالتالي دفع عجلة التنمية الاقتصادية.

وانعكاساً للتطورات الاقتصادية التي شاهدتها المنطقة الخليجية ككل، انتشرت ظاهرة التداول بالأسهم وزاد عدد الشركات المساهمة في الدولة الإماراتية وذلك تلبية لحاجات البناء الاقتصادي والتي بدأت تأخذ إطارها المتكامل والتنظيمي في بناء مؤسسات الدولة خاصة بعد قيام دولة الاتحاد، والتي كان لها الأثر الأكبر في خلق اقتصاد يملك كافة المقومات اللازمة لوجوده وتطوره[١].

وبالفعل أدى تطوير عمليات التداول بالأسهم إلى تطور وسائل استثمار رؤوس الأموال الفردية والانطلاق إلى مجالات أوسع مما يخلق ويوفر الفرص لتنويع مصادر الدخل القومي وتنويع الإنتاج وتنوع المنافذ الاستثمارية في الدولة والحد من تسرب رؤوس الأموال الوطنية إلى الخارج، كما أنها أدت إلى خلق وعي استثماري بين المتعاملين.

أولاً: البدايات الاولى لتدشين سوق الاوراق المالية الإمارتية

في عام ١٩٨٤م تم إصدار القانون الاتحادي رقم (٨) لسنة ١٩٨٤ بشأن تنظيم الشركات التجارية، مما أدى إلى تعزيز الثقافة الاستثمارية لدى العديد ممن أصبح لديهم رؤوس أموال يستطيعون بها دخول سوق الأسهم وأصبحت الأرضية مناسبة لتفعيل سوق الإصدار الأولي[٢].

وفي عام ١٩٨٦م تم إنشاء سوق الإمارات للأوراق المالية، وذلك بموجب قرار البنك المركزي بشأن نظام وسطاء بيع وشراء الأسهم والسندات بالدولة، مما كان له أثره في إنعاش معظم القطاعات الاقتصادية في الدولة، وتطور عمليات التداول في الأسهم كإحدى

---

١- ـــــــــــــ دراسة بعنوان "دور الأسواق المالية في تحقيق التنمية بدولة الإمارات العربية المتحدة"، صادرة عن قطاع التخطيط بوزارة الاقتصاد، ٢٠٠٦، متاح على:

http://www.uaetd.com/vb/showthread.php?t=٣٤٠٣٩.

٢- مرجع سابق.

القنوات الاستثمارية المفضلة وبدأت مفاهيم عديدة تتغير لمصلحة التداول وبرزت شريحة من تجار الأسهم نشطوا في السوق للاستفادة من فروقات الأسعار لتحقيق أرباح كبيرة[١].

وخلال الفترة من ١٩٨٨م إلى ١٩٩٤ تمكن المستثمرون من تحقيق أرباح جيدة بسبب مستويات الأسعار المرتفعة والتوزيعات النقدية وأسهم المنحة وذلك نتيجة تحسن أرباح جميع الشركات، حيث تراوح متوسط ريع الأسهم بين ١٥% إلى ٢٠% ولم يتعد متوسط مضاعف سعر السهم ٨ مرات، بعد ذلك بدأت مستويات الأسعار بارتفاع تدريجي لينخفض متوسط ريع الأسهم إلى ما بين ٥% و٧,٥%، وكذلك استمر عدد الأسهم المتداولة ٢٦ سهماً لكن قيمتها السوقية الإجمالية ارتفعت من ٢١,٤ مليار درهم إلى ٣٦,١ مليار درهم في نهاية الفترة، أي بزيادة مقدارها ١٤,٧ مليار درهم وبنسبة ٦٩% والتي تمثل الأرباح الرأسمالية المحققة من عملية الاتجار في الأسهم خلال ٦ سنوات إضافة للتوزيعات المحققة سواء كانت نقدية أو أسهم منحة[٢].

ومع بداية عام ١٩٩٥م بدأت مرحلة من الانتعاش الحقيقي ترافقت مع تأسيس عدد من الشركات المساهمة، مما أدى إلى ازدهار كافة القنوات الاستثمارية المحلية وأصبح مقصد كبار وصغار المتعاملين مستثمرين أو مضاربين، وزاد من انتعاشه النتائج المالية الكبيرة والتوزيعات المجزية على المساهمين من قبل الشركات المساهمة حيث وصلت أرباح بعض البنوك والشركات إلى نسب مذهلة قاربت رأس المال الأساسي، وكان من نتيجة ذلك أن تضخمت أسعار بعض الأسهم الأمر الذي أدى أيضاً إلى تضاعف أسعار الأسهم الجديدة بحيث تعدت جميعها الأداء الاقتصادي لكل سهم على حدة والذي بدوره أدى إلى حدوث مضاربات كبيرة[٣].

وفي عام ١٩٩٨م وصلت القيمة السوقية للأسهم المتداولة والتي كان عددها ٤٤ سهماً إلى ٢٣٥ مليار درهم ليحقق معها المستثمرون أرباحاً طائلة معظمها دفترية وبعضها فعلية للأسهم التي تم تسييلها أو بأسعار أعلى من سعر الشراء بعد ذلك، الأمر الذي دفع إلى إدراك المتعاملين بأن هذه الأسعار مبالغ فيها جداً، ومن ثم بدأت موجة بيع محمومة من أجل تحقيق أرباح فعلية حيث بدأت مرحلة جديدة لتهوي الأسعار إلى مستويات متدنية نتيجة العرض الكبير واختفاء الطلبات، وهو ما أطلق عليه "أزمة سوق الأسهم"، وقد أدى ذلك إلى انخفاض القيمة السوقية للأسهم المتداولة إلى ١٢٤ مليار درهم، إضافة

---

١- رسمية أحمد أبو موسى، "الأسواق المالية والنقدية", دار المعتز للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، ٢٠٠٤.
٢- دراسة بعنوان "دور الأسواق المالية في تحقيق التنمية بدولة الإمارات العربية المتحدة"، مرجع سابق.
٣- ورقة عمل بعنوان "تطور أسواق رأس المال في دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية"، مرجع سابق.

إلى ذلك فقد انخفضت القيمة السوقية لبعض الأسهم الجديدة إلى ما دون القيمة الاسمية والذي أدى بدوره إلى توقف سوق الإصدار الأولي وزيادة الخسائر وفقدان الثقة بالسوق المستثمرون الثقة في السوق، وهروب الكبار إلى الأسواق المالية الغربية، مما أدى بالحكومة إلى الاستجابة للآراء وإقامة بورصة رسمية، فعمدت إلى إنشاء هيئة للأوراق المالية[1].

وفي فبراير ٢٠٠٠م جاء إصدار القانون الاتحادي رقم (٤) لسنة ٢٠٠٠ بإنشاء "هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع" ليمثل تتويجاً لمراحل عملية التداول بالأوراق المالية في الدولة، وكان خطوة هامة بالاتجاه الصحيح نحو تقنين عمليات التداول وتنظيمها بعيداً عن التداول العشوائي والذي يترتب عليه الكثير من المخاطر خاصة لصغار المستثمرين والمتعاملين في السوق، حيث مثلت هذه الهيئة كيان مستقل له شخصيته الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري وبالصلاحيات الرقابية والتنفيذية اللازمة لممارسة مهامها، والمتمثلة في: الارتقاء بكفاءة سوق المال وحماية المستثمرين من الممارسات غير العادلة وغير السليم، إتاحة الفرص لاستثمار المدخرات والأموال في الأوراق المالية بما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني، وتنظيم ومراقبة ترخيص الأوراق المالية في السوق وتحديد المتطلبات الواجب توافرها عند طرح الأوراق المالية.

وتبع تلك الخطوة المهمة صدور قرار وزارة الاقتصاد رقم (١٤) لعام ٢٠٠٠م بانطلاق سوق دبي المالي في مارس ٢٠٠٠م، وكذلك صدور القانون رقم (٣) في أمارة أبو ظبي بإنشاء سوق أبو ظبي للأوراق المالية في نوفمبر ٢٠٠٠م، وقد كان لتلك الخطوات التنفيذية أثر كبير في تنظيم عمليات التداول[2].

وبالإشارة إلى سوق دبي المالي سنجد أنه تأسس كمؤسسة عامة ذات شخصية اعتبارية مستقلة، تعمل كسوق ثانوي لتداول الأوراق المالية الصادرة عن شركات المساهمة والسندات التي تصدرها الحكومة الاتحادية، أو أي من الحكومات المحلية والهيئات والمؤسسات العامة في الدولة وكذلك الوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار المحلية، أو أية أدوات مالية أخرى محلية أو غير محلية يقبلها السوق.

ويهدف سوق دبي المالي بالأساس إلى خلق سوق استثماري للأوراق المالية يحقق المصلحة للاقتصاد الوطني، تنظيم عملية بيع وشراء الأوراق المالية بما يضمن حماية المستثمرين من

---

١- محمد كمال أبو عشمة، "أهمية تطوير أسواق المال في دول مجلس التعاون الخليجي"، مجلة بحوث اقتصادية عربية، مركز دراسات الوحدة العربية، العددان ٥٥ - ٥٦، ٢٠١١.

٢- بن اعمر بن حاسين، "فعالية الأسواق المالية في الدول النامية.. دراسة قياسية"، رسالة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، الجزائر، ٢٠١٣، ص ١٥١.

الممارسات غير العادلة والمحظورة، تحقيق أعلى درجات السيولة من خلال السماح لقوى العـرض والطلـب بالتفاعل الحر والعادل فيما بين المستثمرين، تنظيم عملية انتقـال ملكيـة الأوراق الماليـة مـن خـلال إدارة الإيداع والتقاص والتسوية ونظمها الالكترونية الحديثة التي تتولى العملية بسرعة واقتـدار، ترسـيخ قواعـد السلوك المهني والانضباط بين الوسـطاء ومـوظفي السـوق بمـا يحقـق أعـلى مسـتويات الاسـتقامة وتـوفير التدريب الملائم لهم، تجميع البيانات والإحصائيات عـن الأوراق الماليـة، وإعـداد التقـارير بنـاء عـلى تلـك البيانات والمعلومات[١].

وفي ٢٧ ديسمبر ٢٠٠٥م قرر المجلس التنفيذي لإمارة دبي تحويل سوق دبي المالي كشركة مسـاهمة عامة في الإمارات العربية المتحدة برأسمال وقدره ثمانية مليارات درهم (٨ مليارات درهم) وتم طـرح نسبة عشرون بالمائة (٢٠%) من رأس مال السوق أي ما يعادل ١,٦ مليار درهم للاكتتاب العام. ولقـد شهد الاكتتاب العام إقبالاً كبيراً ومتميزاً فاق كل التوقعات حيث وصل المبلغ المكتتب به إلى ما يقارب ٢٠١ مليار درهم، وتم إدراج شركة سـوق دبي المـالي في السـوق بتـاريخ ٧ مـارس ٢٠٠٧م برمـز تـداول (DFM).

ويعتبر سوق دبي المالي هو أول سوق مالي يتم طرح أسـهمه للاكتتـاب العـام في الشرق الأوسـط وبهـذا تكون حكومة دبي رائدة في مجال تخصيص المؤسسات الحكومية في المنطقة. كما يعتبر سوق دبي المـالي أول سوق مالي متوافق مع الشريعة الإسلامية وأحكامها في العالم[٢].

وقد حقق اقتصاد الإمارات نتائج متباينة في عام ٢٠٠٩. فالنمو الاقتصـادي كـان محـدودا وربمـا سـلبيا حسب تقرير حديث لصندوق النقد الدولي لأسباب لها علاقة بتذبذب أسعار النفط في الأسواق وتـداعيات أزمة مديونية دبي, فضلا عن تصدع الثقة بالاقتصاد العالمي بسبب الأزمة المالية التي عصفت بالاقتصاديات الدولية انطلاقا من الولايات المتحدة, إضافة إلى ذلك، حدث تراجع لمعـدل التضـخم بـالنظر إلى السياسـات المالية المحافظة وتداعيات هبوط أسعار النفط في الربع الأول من السنة.

وقد معدل وصل معدل نمو الاقتصاد إلى ١,٣% في عام ٢٠٠٩، في مقابل ٧,٤% بمـا تـم تسـجيله في عـام ٢٠٠٨, وفيما يخص متغير النفط فقد هوت الأسعار لنحو ٣٥ دولارا للبرميل في بداية ٢٠٠٩ مقارنة بــ ١٤٧ دولارا للبرميل في يوليو من ٢٠٠٨[٣].

١- ــــــــــــــ دراسة بعنوان "أهم البورصات وهيئات أسواق المال نشـأتها – أهميتهـا – أهـدافها"، اتحـاد الشركـات الاستثمارية، الإصدار الثالث، أغسطس ٢٠٠٨، ص ٢٤.

٢- نبذة عن سوق دبي المالي، سوق دبي المالي، متاح على:
http://www.dfm.ae/pages/default.aspx?c=٨٠١.

٣- جاسم حسين، "أداء الاقتصاد الإماراتي في ٢٠٠٩"، جريدة الاقتصادية الالكترونية، ٢٠١٠/٦/٥، متاح على:
http://www.aleqt.com/٢٠١٠/٠٦/٠٥/article_٤٠٢٣١٤.html.

وبلغ الناتج المحلي الإجمالي لعام ٢٠٠٩ بالأسعار الجارية ٢٤٩ مليار دولار، والناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة ١٤٠ مليار دولار، ووصل معدل التضخم إلى ١,٥٦% والإنفاق الاستهلاكي الخاص ١,١١٨ مليار دولار والاستثمار الخاص ٦٦,٨ مليار دولار والتكوين الرأسمالي الثابت الإجمالي الخاص ٦٢,٧ مليار دولار وإجمالي المشتريات الحكومية ٤٨ مليار دولار والإنفاق الاستهلاكي الحكومي ٢٤ مليار دولار والتكوين الرأسمالي الثابت الإجمالي الحكومي ٢٤ مليار دولار وإجمالي الادخار ٨٢,٩ مليار دولار وصافي الادخار ٦١,١ مليار دولار والصادرات والمعاد تصديره ٢٠٩,٦ مليار دولار والصادرات والمعاد تصديره من المواد النفطية ٦٩,٩ مليار دولار والصادرات والمعاد تصديره من المواد غير النفطية ١٣٩,٧ مليار دولار وإجمالي الواردات ١٩٣,٥ مليار دولار وصافي الصادرات ١٦,١ مليار دولار[١].

وخلال العام ٢٠١٠ حقق الاقتصاد الإماراتي تقدما ملحوظا في مختلف القطاعات الاقتصادية والإنتاجية واستطاع التكيف مع الأوضاع والمستجدات الاقتصادية العالمية، حيث بلغت قيمة الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية نحو ١٠٩٣ مليار درهم بمعدل نمو بلغ ١٠,١% بواقع ٧٤٩,٢ مليار درهم للقطاعات غير النفطية و٩. ٣٤٣ مليار درهم للقطاع النفطي لعام ٢٠١٠ في حين بلغت قيمة الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية لعام ٢٠٠٩ نحو ٨. ٩٩٢ مليار درهم.

وبلغ معدل التضخم العام بلغ ٠,٨٨% عام ٢٠١٠ حيث بلغ الرقم القياسي لأسعار المستهلك على مستوى الدولة ٠٠. ١١٥ نقطة عام ٢٠١٠ مقارنة بمستوى ٠٠. ١١٤ نقطة عام ٢٠٠٩، وهو ما يمكن تفسيره بسبب الارتفاع في أسعار السلع الغذائية وأسعار النقل الناجمة عن ارتفاع أسعار الوقود في السوق المحلي خلال عام ٢٠١٠ بالإضافة إلى ارتفاع أسعار مجموعة التعليم وهذا ما دفع المؤشر العام للأسعار للارتفاع خلال العام ولكن بحدة أقل مما كان عليه الوضع في عام ٢٠٠٩[٢].

ويعتبر العام ٢٠١١ البداية الحقيقة لتعافي الاقتصاد الإماراتي من آثار الأزمة الاقتصادية العالمية التي ألقت بظلالها الثقيلة تحديدا على دبي التي تعتبر المحرك

---

١- سلام محمد، "نتائج التقرير الاقتصادي تؤكد متانة الاقتصاد الوطني في مواجهة التحديات"، وكالة أنباء البحرين، متاح على:
http://wam.org.ae/servlet/Satellite?c=WamAreport&cid=١٢٨٥٧٣٩١٥٨٤٨١&pagename=WAM٪٢FWamAreport٪٢FW-T-AreportFull.

٢- ـــ "اقتصاد دولة الإمارات يحقق تقدما ملحوظا خلال العام الجاري"، وكالة أنباء الأمارات، ٢٠١١/١١/١٣، متاح على: http://www.fujairahnews.net/News.aspx?id=١٣٣١&sid=٥ .

الاقتصادي غير النفطي للبلاد، حيث نما إجمالي الناتج المحلي في الدولة بنحو ٩,٤% في ٢٠١١ متجاوزاً النسب المتوقعة حيث وصلت قيمة الناتج المحلي إلى ١٣٦ مليار دولار، وذلك بفضل الارتفاع في إنتاج النفط، كما سجل الاقتصاد غير النفطي للإمارات نمواً بنحو ٧,٢% في ٢٠١١ بدعم من الأداء القوي على مستوى التجارة والسياحة والصناعة، على الرغم من ارتفاع مستويات المعروض من العقارات، كما وصل الناتج المحلي الاسمي للدولة إلى ٣٧٨ مليار دولار في ٢٠١١[١].

وفي العام ٢٠١٢ واصل الاقتصاد الإماراتي نموه وتحسنه، حيث وصل نمو الناتج المحلي الإجمالي إلى نحو ٣,٥%، وحقق القطاع العقاري معدل نمو قدر بـ١٧%، أما القطاع السياحي فقد شهد نمواً ملحوظاً هو الآخر، حيث حقق قطاع الفندقة نسبة إشغال تقدر بـ٨٠%، وهي واحدة من أعلى معدلات الإشغال في العالم[٢]، ووصل النمو في ميزانيات صناديق الثروة السيادية إلى ما مجموعه ٥٨٠ مليار دولار نهاية ٢٠١٢، كما ارتفع إجمالي الناتج المحلي الإجمالي الاسمي ٣٨٦,٤ مليار، واستحوذ قطاع النفط والغاز ٢٠١٢ على حصة مقدارها ٣٨,٤% من الناتج المحلي الإجمالي[٣].

وفي العام ٢٠١٣ انضم اقتصاد دولة الإمارات إلى قائمة أكبر ٣٠ اقتصاداً في العالم، من ناحية الناتج المحلي الإجمالي الذي قدر بنحو ١,٤٣ تريليون درهم (٣٩٠ مليار دولار)، مقارنة مع ناتج قدره ١,٣٨ تريليون درهم (٣٧٦ مليار دولار) في عام ٢٠١٢[٤]، وهو ما يعني أنه حقق نموا قويا وصل إلى ٤,٩% في ٢٠١٣، مدفوعاً في المقام الأول بقطاعات التجارة والسياحة والنقل، مما انعكس إيجابا على أسعار الأصول من عقارات وأسهم، وأدى إلى تزايد ثقة المستثمرين في سوق دبي العقاري.

---

١- ـــــــــ "وزير الاقتصاد: استقرار مستوى التضخم في الدولة خلال عام ٢٠١١ مقارنة بـ ٢٠١٠"، المركز الإعلامي لموقع رئيس الوزراء بدولة الإمارات، ٢٠١٢، متاح على:
http://uaepm.ae/Arabic/MediaCenter/Pages/NewsDetails

٢- عصام عقل، "اقتصاد الإمارات يخرج من شرنقة الأزمة العالمية ويتجه للنمو في ٢٠١٣"، ٢٠١٣/١/١، متاح على:
http://www.aleqt.com/٢٠١٣/٠١/٠١/article_٧٢١٤٦٥.html.

٣- محمد عبدالرحمن العسومي، "مؤشرات أداء الاقتصاد الإماراتي في عام ٢٠١٢ وآفاق عام ٢٠١٣"، ٢٠١٢/١٢/٢٧، متاح على:
http://www.ecssr.com/ECSSR/appmanager/portal

٤- مصطفى عبد العظيم، "وفقاً لتصنيف مركز الأبحاث الاقتصادية والأعمال البريطاني.. اقتصاد الإمارات الـ ٢٩ عالمياً بناتج محلي ١,٤٣ تريليون درهم"، جريدة الاتحاد الإماراتي، ٢٠١٤/١/١٢، متاح على:
http://www.alittihad.ae/details.php?id=٣١٩٠&y=٢٠١٤&article=full

وبلغت قيمة صادرات وإعادة صادرات أعضاء غرفة تجارة وصناعة دبي في ٢٤,٢ مليار درهـم في أبريـل ٢٠١٣، كما استطاع قطاع التجارة تحقيق نمـواً بنسـبة ٨% خـلال عـام ٢٠١٣ مقارنـةً بعـام ٢٠١٢، وبنسـبة ١٣% خلال عام ٢٠١٢ مقارنةً بعام ٢٠١١[١].

وفي أوائل العام ٢٠١٤ اتجهت الحكومة نحو زيادة الإنفاق على المشـاريع الجديـدة في أبـو ظبـي ودبي مما ساعد على استدامة النمو غير النفطي، بما في ذلك من خلال دعم قطـاع البنـاء والتشـييد، كـما أن نمـو الخدمات سيشهد ازدهارا، مدفوعا باتجاهات الاستهلاك الخاص والديناميكيات القوية في قطاعات التجـارة والنقل والسياحة.

كما أن التضخم واصل اتجاه الصعود في عام ٢٠١٤ ولكن بوتيرة معتدلة، ليبلغ في المتوسط ٢,٥٪ بسبب ارتفاع أسعار المساكن، ودفع الطلب المحلى القوى وارتفاع أسعار السلع الأساسية غير النفطية في العالم[٢].

ثانياً: الإطار التشريعي والتنظيمي لسوق دبي المالي

يقوم على إدارة السوق مجلس إدارة مؤلف من ستة أعضاء من بينهم رئيس مجلس الإدارة ونائـب لـه وأربعة أعضاء آخرين، ويتولى إدارة عمليات السوق وأنشطته اليومية مدير تنفيذي معين من قبل مجلـس الإدارة. ويعمل سوق دبي المالي اعتمادا على نظام تداول الكتروني يظهـر البيانـات اتومـاتيكي عـلى شاشـات العرض، وقد اتجهت معظم الأسواق المالية العالمية مؤخراً إلى استخدام نظم تداول الكترونية، وذلك بالنظر إلى مزايا الجهاز العديدة مقارنة بأنظمة التداول التقليدية مـن ناحيـة الشـفافية والسـيولة وعـرض أسـعار التداول.

ويقوم نظام التشغيل بالتوفيق بين أوامر الشراء وأوامر البيع التـي يتلقاهـا، فبعـد أن يعطـي المسـتمر أوامره للوسيط المعتمد، يقوم الأخير بإدخال الأوامر إلى نظام التداول الذي يقوم إلكترونيـاً بمطابقـة أوامـر البيع والشراء بالنسبة للورقة المالية المحددة بالكمية المطلوبة والسعر المعين، ويقوم الجهاز بعرض تفصـيل أنشطة التداول الحديثة والسابقة مشتملة على الأسعار وكميات التداول وأوامر البيع والشراء قيـد التنفيـذ مما يضمن للمستثمر الحصول على المعلومات اللازمة والمواتية لاتخاذ قراراته الاستثمارية.

ومن أجـل حمايـة فعاليـة وسـلامة التـداول في السـوق يحـرص سـوق دبي المـالي عـلى الاضطلاع بمهماته الإشرافية والرقابية، حيث يتـولى قسـم رقابـة السـوق بمراقبـة عمليـات

---

١- ـــــــــــ "ازدهار القطاعات الرئيسة يعزز نمو ناتج دبي بأكثر من ٥% خلال ٢٠١٤"، أرقام، ٢٠١٤/٥/٢٥، متاح على:
http://www.argaam.com/article/articledetail/preview

٢- ـــــــــــ "تقرير بريطاني: ٤,٥% متوسط نمو اقتصاد الإمارات خلال ٥ أعوام"، جريـدة اليـوم السـابع، ٢٠١٤/١/٣، متـاح على:
http://www١.youm٧.com/News.asp?NewsID=١٤٣٢٥٩٦#.U٤Jk٤nZ٢if٤ .

التداول والتأكد من تنفيذها على النحو الصحيح طبقا للوائح وأنظمة السوق، بينما يقوم قسم ترخيص ورقابة الوسطاء بالإشراف على تعاملات الوسطاء لتحقيق النزاهة التامة وتقديم أعلى مستويات الخدمة للعملاء، أما قسم إدراج ورقابة الشركات فتتجلى مهامه في ضمان تقديم كافة المعلومات المتوفرة عن الجهات المدرجة وأوراقها المالية لجميع المستثمرين في الوقت المناسب، كما يقوم بالتنسيق مع قسم المتابعة والتدقيق لمنع استغلال المعلومات الداخلية التي قد تكون متاحة في الشركات[1]. ولأغراض احتساب مؤشر سوق دبي المالي الجديد يتم مراعاة ما يلي:

- يتم قياس وزن الشركة في المؤشر بعدد الأسهم الحرة المتاحة للتداول فقط وذلك من خلال استبعاد أسهم المؤسسين وكبار المساهمين وأسهم الحكومة، ومجموع الملكيات التي تبلغ ٥% أو أكثر في رأس مال الشركة.

- يعتمد المؤشر الجديد في احتساب القيمة السوقية على أساس آخر سعر تداول للورقة المالية، الأمر الذي سوف يضمن أن يعبر المؤشر عن آخر اتجاه لحركة الأسعار في السوق[2].

- تم وضع حد أقصى لوزن الشركة الواحدة في المؤشر بحيث لا يتجاوز ٢٥%، بهدف الحد من تأثير حركة الأسعار للشركة ذات القيمة السوقية المرتفعة على حركة المؤشر.

- يشتمل المؤشر الجديد على الأسهم العادية للشركات المدرجة في سوق دبي المالي كسوق رئيسي فقط، وبالتالي لا يتضمن المؤشر السندات وصكوك التمويل والأسهم الممتازة، إن وجدت، وكذلك لا يتضمن أسهم الشركات المدرجة في سوق دبي كسوق فرعي.

- يتم استخدام النسب المعيارية التالية لنسبة أسهم التداول العام بحيث يتم تطبيقها على جميع الشركات المدرجة لتحديد القيمة السوقية لكل شركة في المؤشر:

٢٥% من القيمة السوقية للشركة إذا تراوحت نسبة الأسهم الحرة المتاحة للتداول ما بين ٥% إلى ٢٥%.

٥٠% من القيمة السوقية للشركة إذا تراوحت نسبة الأسهم الحرة المتاحة للتداول ما بين أكبر من ٢٥% إلى ٥٠%.

٧٥% من القيمة السوقية للشركة إذا تراوحت نسبة الأسهم الحرة المتاحة للتداول ما بين أكبر من ٥٠% إلى ٧٥%.

---

١- قاعة التداول، سوق دبي المالي، ٢٠٠٨/٥/٦، متاح على:
http://www٢.dfm.ae/pages/default.aspx?c=١٠٥٢.

٢- قواعد احتساب مؤشر سوق دبي المالي، سوق دبي المالي، متاح على:
www٢.dfm.ae/Documents/Index/indexrulesA.doc.

١٠٠% من القيمة السوقية للشركة إذا تراوحت نسبة الأسهم الحرة المتاحة للتـداول مـا بـين أكـبر مـن ٧٥% إلى ١٠٠%.

يتم استبعاد الشركة من المؤشر إذا قلت نسبة الأسهم الحرة المتاحة للتداول عن ٥% مـن إجـمالي رأس مالها.

- تم استخدام تاريخ ٢٠٠٣/١٢/٣١ كما تم استخدام نقطة قياس مقدارها ١٠٠٠ نقطـة كبدايـة لقـراءة المؤشر في ذلك اليوم، حيث تم استخدام أسعار ذلك اليوم لتحديد القيمة السوقية الأساسية.

- فيما يتعلق بالشركات الجديدة التي يتم إدراجها في السوق، فيـتم النظـر في إدراجهـا في المـؤشر بعـد مرور شهر من بداية تداولها السوق، وذلك لتفادي التقلبات السعرية لأسـهم تلـك الشركـات خـلال الفـترة الأولى من بدء التداول على أسهمها[1].

ويعتبر سوق دبي المالي سـوق ضـخم متكامـل يعمـل بتقنيـات الحاسـب الآلي، يـتم مـن خلالـه إجـراء عمليات إيداع وتسجيل وتداول الأوراق المالية، وتسوية الأموال، والأطراف التـي تتعامـل مـع هـذا الجهـاز بصورة مباشرة هي: مشغلو الجهاز (موظفو السوق)، والوسطاء المعتمدون، الذين يقومون بإجراء عمليـات التداول الفعلية نيابة عـن المسـتثمرين، ولتقـديم صـورة أكـثر تبسـيطاً ووضـوحاً للسـوق وطريقـه عملـه، ويقســم الســوق إلى خمســة عنــاصر رئيســية هــي: المســجلون، الوســطاء، المقاصــة، نظــام التــداول وقاعــة التداول[2].

ثالثاً: واقع أداء سوق دبي المالي خلال الفترة (٢٠٠٩ - مارس ٢٠١٤)

حقق سوق دبي المالي تطوراً ملحوظاً من حيث القيمة السوقية الإجمالية للأسهم المدرجة وتزايد حجـم التداول، وارتفاع مؤشر الأسعار (أسواق المال)، وفيما يلي عرض لواقـع بورصـة دبي خـلال السـنوات الأخـيرة من خلال التركيز على قاعدة البيانات التي تقوم بإعداداتها، بالإضافة إلى بيانات صندوق النقد العربي، وهو ما يمكن استعراضه على النحو التالي:

١- المؤشر العام وحجم السوق

شهد العام ٢٠٠٩ ارتفاع في مؤشر سوق دبي المالي بلغت نسبته ١٠%، حيث بلغ ١٨٠٣,٦ نقطة في نهاية العام ٢٠٠٩.

---

١- محمد بن فهد العمران، "الأسواق المالية في دول مجلس التعاون الخليجية.. دراسة تحليلية مقارنـة"، في الملتقـى السـنوي الخامس عشر: السوق المالية السعودية: الواقع والمأمول، جمعيـة الاقتصـاد السـعودية بالتعـاون مـع هيئـة السـوق الماليـة، الرياض، ٢٠٠٥.

٢- سوق دبي المالي، متاح على:

http://www.dfm.ae/pages/default.aspx?c=١٠٩.

وفيما يتعلق بحجم السوق فقد انخفضت القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في نهاية عام ٢٠٠٩ بنسبة ٧,٩% لتبلغ حوالي ٥٨,٠٩٥ مليار دولار مقابل ٦٣,١٠٠ مليار دولار في نهاية العام ٢٠٠٨، وبالمقارنة مع الربع الثالث من عام ٢٠٠٩، انخفضت القيمة السوقية بنسبة ١٢,٠%[١].

وفي العام ٢٠١٠ سجل مؤشر سوق دبي المالي انخفاضا بلغت نسبته ٩,٦% ليبلغ ١٦٣٠,٥ نقطة مقابل ١٨٠٣,٦ نقطة في نهاية العام ٢٠٠٩، وبينما حقق المؤشر ارتفاعا نسبته ٢,٢% خلال الربع الأول وارتفاعا نسبته ١٥,٢% خلال الربع الثالث من العام، فقد سجل انخفاضا حادا خلال الربع الثاني بلغت نسبته ٢٠,٧%، الأمر الذي انعكس سلبيا على محصلة الأداء للعام بأكمله. كما تم تحديد عدد الأسهم الحرة المتاحة للتداول والمدرجة في المؤشر عند ٢٠% فقط للشركات الأقل تداولا، الأمر الذي يسهم في الحد من انعكاسات تحركات تلك الأسهم على المؤشر صعودا وهبوطا، كما تم تخفيض الحد الأقصى لوزن الشركة الواحدة في المؤشر بحيث لا يتجاوز ٢٠% بدلا من ٢٥% وذلك للحد من تأثير أسهم الشركات مرتفعة القيمة السوقية على المؤشر ولتحقيق مزيد من التوازن مع أسهم الشركات الأخرى[٢].

أما خلال العام ٢٠١١ فقد تراجع مؤشر سوق دبي المالي بنسبة ١٧% عن مستواه بنهاية العام ٢٠١٠، وكذلك تراجعت القيمة السوقية بنسبة ٩,٥% لتبلغ حوالي ١٨٠,١ مليار درهم[٣].

وفي العام ٢٠١٢ سجل المؤشر العام لسوق دبي المالي في ارتفاعا نسبته ١٩,٩% ليبلغ ١٦٢٢,٥ نقطة في نهاية العام مقابل ١٣٥٣,٤ نقطة في نهاية العام ٢٠١١.

وفيما يتعلق بالقيمة السوقية، فقد ارتفعت في نهاية العام ٢٠١٢ بنسبة ١,٠% لتبلغ نحو ١٨١,٩ مليار درهم مقارنة مع ١٨٠,١ مليار درهم سجلت في نهاية العام الماضي[٤].

أما خلال العام ٢٠١٣ فقد سجل المؤشر العام لسوق دبي المالي ارتفاعا كبيرا بلغت نسبته ١٠٧,٧٪ ليبلغ ٣٣٦٩,٨ نقطة مقابل ١٦٢٢,٥ نقطة في نهاية العام ٢٠١٢،

١- التقرير السنوي لصندوق النقد العربي، ٢٠٠٩.
٢- التقرير السنوي لسوق دبي المالي، ٢٠١٠.
٣- التقرير السنوي لسوق دبي المالي، ٢٠١١.
٤- التقرير السنوي لسوق دبي المالي، ٢٠١٢.

وفيما يتعلق بالقيمة السوقية، فقد ارتفعت في نهاية هـذا العـام بنسـبة ٤٢,٧٪ لتبلـغ نحـو ٢٥٩,٦ مليـار درهم مقارنة مع ١٨١,٩ مليار درهم سجلت في نهاية العام الماضي[١].

وخلال الربع الأول من العام ٢٠١٤ سجل مؤشر سـوق دبي المـالي ارتفاعـا بلغـت نسـبته ٣٢,١% ليبلـغ ٤٤٥١ نقطة مقابل ٣٣٦٩,٨ نقطة في نهاية الربع الرابع ٢٠١٣.

وفيما يتعلق بالقيمة السوقية، فقد ارتفعت في نهاية هذا الربع بنسبة ٢٥,٨% لتبلغ نحو ٣٢٦,٧ مليـار درهم مقارنة مع ٢٥٩,٧ مليار درهم سجلت في نهاية الربع الماضي[٢].

جدول رقم (٣٦)

تطور أداء مؤشرات سوق دبي خلال الأعوام (٢٠٠٩- مارس ٢٠١٤)[٣].

| المؤشر | السنة | ٢٠٠٩ | ٢٠١٠ | ٢٠١١ | ٢٠١٢ | ٢٠١٣ | مارس ٢٠١٤ |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| مؤشر سوق دبي المالي | | ١٨٠٣,٦ | ١٦٣٠,٥ | ١٣٥٣ | ١٦٢٢ | ٣٣٦٩ | ٤٤٥١ |

(*) تم إعداد الجدول بتصرف من الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية لسوق دبي.

٢- تطور مؤشرات القطاعات

خلال العام ٢٠٠٩ احتل قطاع العقارات والإنشاءات الهندسية الترتيب الأول مـن حيـث قيمـة الأسـهم المتداولة وسجل نحو ٢,١٠٠ مليار درهم وبنسبة ٧,٥٧% مـن إجـمالي قيمـة الأسـهم المتداولـة في السـوق، واحتل قطاع الاستثمار والخدمات المالية المرتبة الثانية وذلك بواقع ٣٢ مليار درهم وبنسبة ٤,١٨%، تلاه في المرتبة الثالثة قطاع النقل بحجم تداول مقداره ٦,١٦ مليار درهم وبنسبة ٦,٩% ثم قطـاع البنـوك بتـداول مقداره ٧,١٢ مليار درهم وما نسبته ٣,٧%، فقطاع التـأمين بتـداول ٢,٧ مليـار درهـم وبنسـبة ١,٤%، ثـم قطاع المرافق العامة بتداول ٧,٣ مليار درهم وبنسـبة ١,٢% فقطـاع الاتصـالات بتـداول ٢,١ مليـار درهـم وبنسبة ٧,٠% واحتل قطاعي السلع الاستهلاكية والمواد المرتبة الأخيرة بتداول مقداره ٤,٨ مليون درهم و٣ مليون درهم على التوالي[٤].

١- التقرير السنوي لسوق دبي المالي، ٢٠١٣.
٢- النشرة الربع السنوية – الربع الأول ٢٠١٤، سوق دبي المالي، ٢٠١٤.
٣- تم إعداد الجدول بتصرف من الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية لسوق دبي.
٤- ـــــــــــ "مؤشر سوق دبي المالي يرتفع ١٠,٢% فوق ١٨٠٠ نقطة في ٢٠٠٩"، دار الخليج الإماراتية، متاح على:
http://www.gulfbase.com/ar/news/١٠٨١٧٩

وفي العام ٢٠١٠ ارتفع مؤشر ثلاثة قطاعات فقط من بين القطاعات التسعة الممثلة في السوق، كان أفضلها قطاع السلع الاستهلاكية الذي ارتفع مؤشره بنسبة ٢٠,٨% ثم قطاعا النقل والاتصالات اللذان ارتفع مؤشراهما بنسبة ٨,٠% و٢,٥% على التوالي، وفي المقابل سجلت مؤشرات باقي القطاعات انخفاضات متفاوتة بلغ أقصاها في قطاع الاستثمار والخدمات المالية بنسبة ٢٣,٣%، ثم قطاعي التأمين والعقارات بنسبة ١٤,٥% و١٤,٣% على التوالي.

واحتل قطاع البنوك المركز الأول من حيث الحجم، حيث شكلت القيمة السوقية لأسهم الشركات المحلية المدرجة ما نسبته ٣٨,٤% من إجمالي القيمة السوقية للشركات المحلية المدرجة في السوق، وشكل قطاع العقارات والإنشاءات الهندسية ما نسبته% ٢٩,٢ من إجمالي القيمة السوقية ليحتل بذلك المركز الثاني، تلاه قطاع الاستثمار والخدمات المالية وقطاع الاتصالات بما نسبته ١٣,٩% و١٠,٢% على التوالي.

واستحوذ قطاع العقارات والإنشاءات الهندسية على الجزء الأكبر من قيمة التداولات في السوق إذ سجل نحو ٤٦,٩ مليار درهم أو ما نسبته ٦٧,٣% من إجمالي قيمة التداولات في السوق. تلاه في المركز الثاني قطاع الاستثمار والخدمات المالية بقيمة ١٠,٥ مليار درهم وبنسبة١٥,١% ، ثم قطاع النقل بقيمة ٤,١٩ مليار درهم وبنسبة ٦,٠%[1].

خلال العام ٢٠١١، استحوذ قطاع العقارات والإنشاءات الهندسية على الجزء الأكبر من قيمة التداولات وسجل نحو ١٧,٧ مليار درهم، أو ما نسبته ٥٥,٣% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة في السوق، وتلاه في المركز الثاني قطاع البنوك وذلك بنحو ٤,١ مليار درهم وبنسبة ١٢,٧%، ثم قطاع الاستثمار والخدمات المالية بتداولات قيمتها ٣,٤ مليار درهم وبنسبة ١٠,٦%[2].

وفي العام ٢٠١٢، ارتفعت مؤشرات سبعة قطاعات من بين القطاعات التسعة الممثلة في السوق، كان أكثرها ارتفاعا مؤشر قطاع الخدمات الذي ارتفع بنسبة ١٤٤%، تلاه مؤشر قطاع الصناعة ومؤشر قطاع العقارات والإنشاءات الهندسية اللذان ارتفعا بنسبة ٤٤,٦% و٤٢,٥% على التوالي، وفي حين لم يطرأ أي تغير على مؤشر قطاع السلع الاستهلاكية، فقد انخفض مؤشر قطاع البنوك بنسبة ٤,٥%.

---

١- التقرير السنوي لسوق دبي المالي، ٢٠١٠.

٢- التقرير السنوي لسوق دبي المالي، ٢٠١١.

ويلاحظ أن قطاع العقارات والإنشاءات الهندسية قد استحوذ على الجزء الأكبر من قيمة التداولات في السوق وسجل نحو ٢٣,٢ مليار درهم وبنسبة ٤٧,٧% من إجمالي قيمة التداولات، تلاه في المرتبة الثانية قطاع البنوك بواقع ٨,٩ مليار درهم وبنسبة ١٨,٢%، ثم قطاع الاستثمار والخدمات المالية بحجم تداول مقدراه ٥,١ مليار درهم وبنسبة ١٠,٥% ثم قطاع الخدمات بتداول مقداره ٤,١ مليار درهم وبنسبة ٨,٤%، فقطاع الاتصالات وقطاع النقل بتداول ٢,٨٣ مليار درهم وبنسبة ٥,٨% لكل منهما[١].

أما خلال العام ٢٠١٣، فقد ارتفعت مؤشرات سبعة قطاعات من بين القطاعات التسعة الممثلة في السوق، كان أعلاها مؤشر قطاع الاستثمار والخدمات المالية الذي ارتفع بنسبة ١٦٩,٢٪، تلاه مؤشر قطاع البنوك ومؤشر قطاع العقارات والإنشاءات اللذان ارتفعا بنسبة ١٢٠,٦٪ و١٠٨,٢٪ على التوالي. وفي المقابل انخفض مؤشر قطاع السلع الاستهلاكية ومؤشر قطاع التأمين بنسبة ٩,٩٪ و٧,٢٪ على التوالي.

والجدير بالذكر أن قطاع العقارات والإنشاءات استحوذ على الجزء الأكبر من قيمة التداولات في السوق وسجل نحو ٧٠,٩ مليار درهم وبنسبة ٤٤,٣٪ من إجمالي قيمة التداولات، تلاه في المرتبة الثانية قطاع البنوك بواقع ٣١,٦ مليار درهم وبنسبة ١٩,٨٪، ثم قطاع الاستثمار والخدمات المالية بحجم تداول مقدراه ٢٧,٣ مليار درهم وبنسبة ١٧,١٪ ثم قطاع النقل بتداول مقداره ١٢,٤ مليار درهم وبنسبة ٧,٧٪، فقطاع الخدمات بتداول ٨,٦ مليار درهم وبنسبة ٥,٤٪، ثم قطاع التأمين بتداول ٤,٨ مليار درهم وبنسبة ٣٪، فقطاع الاتصالات بتداول ٤,٢ مليار درهم وبنسبة ٢,٦٪، واستحوذت باقي القطاعات على أحجام التداول المتبقية[٢].

وخلال الربع الأول من العام ٢٠١٤، ارتفعت مؤشرات أربعة قطاعات من بين القطاعات التسعة الممثلة في السوق، كان أعلاها مؤشر قطاع العقارات والإنشاءات الذي ارتفع بنسبة ٥٢,٩%، تلاه مؤشر قطاع الاستثمار والخدمات المالية ومؤشر قطاع البنوك اللذان وارتفعا بنسبة ٤٨,٧% و٢٢,٤% على التوالي، وفي المقابل فقد انخفضت مؤشرات قطاعات الخدمات والاتصالات والنقل بنسبة ٩,٢%، ٨,٦%، ٢,٤% على التوالي.

ومن ناحية أخرى فقد استحوذ قطاع العقارات والإنشاءات على الجزء الأكبر من قيمة التداولات في السوق وسجل نحو ٥٥ مليار درهم وبنسبة ٤٩,٩% من إجمالي قيمة

١- التقرير السنوي لسوق دبي المالي، ٢٠١٢.

٢- التقرير السنوي لسوق دبي المالي، ٢٠١٣.

التداولات، تلاه في المرتبة الثانية قطاع البنوك بواقع ٢٥,١ مليار درهم وبنسبة ٢٢,٨%، ثم قطاع الاستثمار والخدمات المالية بحجم تداول مقدراه ١٨,٥ مليار درهم وبنسبة ١٦,٧% ثم قطاع النقل بتداول مقداره ٥,٥ مليار درهم وبنسبة ٥%، فقطاع التأمين بتداول ٢,٩ مليار درهم وبنسبة ٢,٦%، ثم قطاع الخدمات بتداول مقداره ١,٧ مليار درهم وبنسبة ١,٦%، فقطاع الاتصالات بتداول ١,٥ مليار درهم وبنسبة ١,٤%، واستحوذت باقي القطاعات على أحجام التداول المتبقية[١].

جدول رقم (٣٧)

تطور قيمة التداول بالقطاعات في سوق دبي (بالمليار درهم)

خلال الأعوام (٢٠٠٩- مارس ٢٠١٤)[٢].

| القطاع | السنة | ٢٠٠٩ | ٢٠١٠ | ٢٠١١ | ٢٠١٢ | ٢٠١٣ | مارس ٢٠١٤ |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| العقارات والإنشاءات الهندسية | | ١٠٠,٢ | ٦٤,٩ | ١٧,٧ | ٢٣,٢ | ٧٠,٩ | ٥٥ |
| الاستثمار والخدمات المالية | | ٣٢ | ١٠,٥ | ٣,٤ | ٥,١ | ٢٧,٣ | ١٨,٥ |
| النقل | | ١٦,٦ | ٤,١٩ | | | ١٢,٤ | ٥,٥ |
| الاتصالات | | ١,٢ | | | | ٤,٢ | ١,٥ |
| البنوك | | ١٢,٧ | | ٤,١ | ٨,٩ | ٣١,٦ | ٢٥,١ |
| المرافق العامة | | ٣,٧ | | | ٤,١ | ٨,٦ | ١,٧ |
| التأمين | | ٧,٢ | | | | ٤,٨ | ٢,٩ |

(*) تم اعداد الجدول بتصرف من الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية لسوق دبي.

٣- إجماليات التداول السوق

خلال العام ٢٠٠٩ سجلت قيمة الأسهم المتداولة انخفاضاً بلغت نسبته ٤٣,١% لتبلغ حوالي ٤٧,٢٣٩ مليار دولار، مقابل ٨٣,٠٩٦ مليار دولار خلال العام ٢٠٠٨، ونتيجة لذلك انخفض متوسط التداول اليومي من ٣٣٩,٨ مليون دولار إلى ١٨٩,٠ مليون دولار خلال العام ٢٠٠٩، كما بلغت قيمة الأسهم المتداولة في سوق دبي نحو ٧,٢٣% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة في الأسواق العربية.

١- النشرة الربع السنوية – الربع الأول ٢٠١٤، سوق دبي المالي، ٢٠١٤.

٢- تم إعداد الجدول بتصرف من الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية لسوق دبي.

وارتفع عدد الأسهم المتداولة في السوق خلال العام ٢٠٠٩ بنسبة ٤٤,٦٧% ليبلغ حوالي ١١٠,٦٨ مليار سهم، مقارنة مع ٧٦,٥١ مليار سهم خلال العام ٢٠٠٨، وتبعاً لذلك ارتفع المتوسط اليومي لعدد الأسهم المتداولة إلى حوالي ٤٤٢,٧٣ مليون سهم، مقابل ٣١١,٠١ مليون سهم خلال العام ٢٠٠٨[١].

وفيما يتعلق بالقيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة، والتي تعتبر مؤشرا على حجم سوق رأس المال، فقد انخفضت بنسبة% ٦,٦ لتبلغ حوالي ١٩٩,١ مليار درهم في نهاية عام ٢٠١٠ مقابل ٢١٣,٢ مليار درهم سجلت في نهاية العام ٢٠٠٩. وبلغت قيمة الأسهم المتداولة حوالي ٦٩,٧ مليار درهم مقارنة مع ١٧٣,٥ مليار درهم سجلت خلال العام ٢٠٠٨ أي بانخفاض نسبته ٥٩,٨%، وقد انخفض المعدل اليومي لقيمة الأسهم المتداولة إلى ٢٧٧,٥ مليون درهم خلال هذا العام مقارنة مع ٦٩٤ مليون درهم خلال عام٢٠٠٩.

أما العام ٢٠١٠، فقد كان أكثر نشاطاً حيث بلغت قيمة التداولات خلال الربع الأول من العام حوالي ٢٩ مليار درهم أو ما نسبته ٤١,٦% من إجمالي قيمة التداولات، وفي المقابل بلغت قيمة التداولات أدناها خلال الربع الثالث من العام، حيث بلغت ٩ مليار درهم أو ما نسبته ١٣% من إجمالي التداولات. وبلغ عدد الشركات المدرجة في المؤشر ٣٠ شركة، منها ١٥ شركة تصنف على أنها الأكثر تداولا، يبلغ وزنها في المؤشر حوالي٨١%، كما قام السوق بتوحيد نطاق تقلب أسعار جميع الأسهم المدرجة في السوق عند ١٥% ارتفاعا و١٠% انخفاضا بهدف منح فرص متساوية لجميع الأسهم من حيث نسبة التذبذب اليومية في الأسعار[٢].

خلال العام ٢٠١١، بلغت قيمة الأسهم المتداولة نحو ٣٢,١ مليار درهم مقارنة مع ٦٩,٧ مليار درهم خلال العام ٢٠١٠، أي بانخفاض بنسبة ٣٤,٥% ليبلغ ٢٥,٢ مليار سهم مقابل ٣٨,٤ مليار سهم تم تداولها خلال العام ٢٠١٠، وانخفض عدد الصفقات المنفذة بنسبة ٤٤% ليبلغ نحو ٤٤٤,٨ ألف صفقة مقابل ٧٩٤,٧ ألف صفقة نفذت خلال العام الماضي[٣].

وفي العام ٢٠١٢، ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة في السوق بنسبة ٥١,٤% لتبلغ حوالي ٤٨,٦ مليار درهم مقارنة مع ٣٢,١ مليار درهم سجلت خلال العام الماضي، وارتفع عدد الأسهم المتداولة بنسبة ٦٠,٨% ليبلغ ٤٠,٥ مليار سهم خلال العام ٢٠١٢ مقابل ٢٥,٢

---

١- التقرير السنوي لصندوق النقد العربي، ٢٠٠٩.

٢- التقرير السنوي لسوق دبي المالي، ٢٠٠٩.

٣- التقرير السنوي لسوق دبي المالي، ٢٠١١.

مليار سهم تم تداولها خلال العام الماضي، كما ارتفع عدد الصفقات المنفذة بنسبة ٣٩,٧% ليبلغ نحو ٦٢١,٤ ألف صفقة مقابل ٤٤٤,٨ ألف صفقة نفذت خلال العام الماضي[١].

وخلال العام ٢٠١٣، ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة في السوق بنسبة ٢٢٩,١٪ لتبلغ حوالي ١٥٩,٩ مليار درهم مقارنة مع ٤٨,٦ مليار درهم سجلت خلال العام الماضي، وارتفع عدد الأسهم المتداولة بنسبة ٢١٤,٣ ٪ ليبلغ ١٢٧,٢ مليار سهم خلال هذا العام مقابل ٤٠,٥ مليار سهم تم تداولها خلال العام الماضي، كما ارتفع عدد الصفقات المنفذة بنسبة ١١٥,٣٪ ليبلغ نحو ١,٣ مليون صفقة مقابل ٦٢١,٤ ألف صفقة نفذت خلال العام الماضي[٢].

وخلال الربع الأول من العام ٢٠١٤، ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة في السوق بنسبة ١١١,٨% لتبلغ حوالي ١١٠,٢ مليار درهم مقارنة مع ٥٢ مليار درهم سجلت خلال الربع الرابع ٢٠١٣، وارتفع عدد الأسهم المتداولة بنسبة ٤٣,٤% ليبلغ ٥٨,٤ مليار سهم خلال هذا الربع مقابل ٤٠,٧ مليار سهم تم تداولها خلال الربع الرابع، كما ارتفع عدد الصفقات المنفذة بنسبة ٦٦,٤% ليبلغ نحو ٦٥٩,٧ ألف صفقة مقابل ٣٩٦,٤ ألف صفقة نفذت خلال الربع الماضي[٣].

جدول رقم (٣٨)

تطور إجمالي التداول في سوق دبي خلال الأعوام (٢٠٠٩ - ٢٠١١)[٤].

| السنة | 2009 | | 2010 | | 2011 | | 2012 | | 2013 | | مارس 2014 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| الجنسية | أفراد | مؤسسات | أفراد | مؤسسات | أفراد | مؤسسات | أفراد | مؤسسات | أفراد | مؤسسات | أفراد | مؤسسات |
| مصريين | 35,421 | 511 | 28,019 | 1,168 | 33,301 | 268 | 197 | 14.451 | 313 | 242 | 92.4 | 77 |
| العرب | 913 | 93 | 1,508 | 159 | 793 | 93 | 638 | 463 | 104 | 75 | 6.92 | 16.57 |
| أجانب | 342 | 1,050 | 1,328 | 2,581 | 507 | 1,090 | 357 | 192 | 1.4 | 884 | 0.62 | 6.43 |
| الإجمالي | 36,676 | 1654 | 30,855 | 3,910 | 34,601 | 1,451 | 20,764 | 15.106 | 1,458 | 1,201 | 99.94 | 100 |

(*) تم إعداد الجدول بتصرف من الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية لسوق دبي.

١- التقرير السنوي لسوق دبي المالي، ٢٠١٢.

٢- التقرير السنوي لسوق دبي المالي، ٢٠١٣.

٣- النشرة الربع السنوية – الربع الأول ٢٠١٤، سوق دبي المالي، ٢٠١٤.

٤- تم إعداد الجدول بتصرف من الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية للبورصة المصرية.

تابع جدول رقم (٣٨)

تطور إجمالي التداول في سوق دبي خلال الأعوام (٢٠١٢- مارس ٢٠١٤)[١].

| السنة | 2012 | | | 2013 | | | مارس 2014 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| السوق | قيمة التداول بالمليار درهم | حجم التداول بالمليار سهم | عدد الصفقات بالألف | قيمة التداول بالمليار درهم | حجم التداول بالمليار سهم | عدد الصفقات بالمليون | قيمة التداول بالمليار درهم | حجم التداول بالمليار سهم | عدد الصفقات بالألف |
| سوق دبي المالي المقصورة | 48.6 | 40.5 | 621.4 | 159.9 | 127.2 | 1.3 | 110.2 | 58.4 | 659.7 |

(*) تم إعداد الجدول بتصرف من الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية لسوق دبي.

٤- تعاملات المستثمرين

خلال العام ٢٠٠٩ بلغت قيمة الأسهم المشتراه من قبل المستثمرين المؤسساتيين حوالي ٧٠٨,٣٥ مليار درهم لتشكل ما نسبته ٦,٢٠% من إجمالي قيمة التداول، وفي المقابل بلغت قيمة الأسهم المباعة من قبل المستثمرين المؤسساتيين خلال نفس الفترة حوالي ٥٣١,٣٥ مليار درهم لتشكل ما نسبته ٥,٢٠% من إجمالي قيمة التداول، ونتيجة لهذه التطورات، فقد بلغ صافي الاستثمار المؤسسي خلال هذا العام نحو ٤,١٧٧ مليون درهم كمحصلة شراء.

وفي ما يتعلق بالاستثمار الأجنبي في سوق دبي المالي، فقد بلغت قيمة مشتريات الأجانب من الأسهم خلال هذا العام نحو ٩٠٩,٦٩ مليار درهم لتشكل ما يقارب من ٣,٤٠% من إجمالي قيمة التداول، وبلغت قيمة مبيعات الأجانب من الأسهم خلال نفس الفترة نحو ٥٠٢,٦٨ مليار درهم لتشكل ما نسبته ٥,٣٩% من إجمالي قيمة التداول، ونتيجة لذلك بلغ صافي الاستثمار الأجنبي خلال هذا العام نحو ٤٠٧,١ مليار درهم كمحصلة شراء[٢].

وفي العام ٢٠١٠ شكلت تداولات المستثمرين الأجانب في سوق دبي المالي ما نسبته ٤٤,١% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة في السوق، فقد بلغت قيمة مشتريات الأجانب من

١- تم إعداد الجدول بتصرف من الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية لسوق دبي.

٢- ـــــــــــــــ "مؤشر سوق دبي المالي يرتفع ١٠,٢% فوق ١٨٠٠ نقطة في ٢٠٠٩"، دار الخليج الإماراتية، متاح على: http://www.gulfbase.com/ar/news/١٠٨١٧٩

الأسهم خلال العام نحو ٣٠,٨ مليار درهم بينما بلغت قيمة مبيعـاتهم حـوالي ٣٠,٦ مليـار درهـم، وبـذلك فقد بلغ صافي الاستثمار الأجنبي المتدفق إلى السوق نحو ١٨٠,٣ مليون درهم.

من جانب آخر، بلغت قيمة الأسهم المشتراه من قبل المستثمرين المؤسساتيين خلال هذا العـام حـوالي ١٦,٠ مليار درهم لتشكل ما نسبته ٢٣% من إجمالي قيمة التداول، وبلغـت قيمـة مبيعـاتهم خـلال نفـس الفـترة حـوالي ١٥,٢ مليـار درهـم لتشـكل مـا نسـبته ٢١,٨% مـن إجـمالي قيمـة التـداول. ونتيجـة لهـذه التطورات، فقد بلغ صافي الاسـتثمار المؤسـسي المتـدفق إلى السـوق خـلال هـذا العـام نحـو ٨٦٤,٧ مليـون درهم[١].

أما خلال العام ٢٠١١ بلغت قيمة مشتريات المستثمرين غير الإمـاراتيين مـن الأسـهم نحـو ١٥,٣ مليـار درهم لتشكل ما يقارب ٤٧,٦% من إجمالي قيمة التداول، في حين بلغت مبيعاتهم نحو ١٥,١ مليار درهـم، وبذلك فقد بلغ صافي استثمارات غير الإماراتيين في سوق دبي المالي ١٦٤ مليون درهم، كما يلاحـظ أن قيمـة مشتريات المستثمرين المؤسسين فاقت قيمـة الأسـهم المباعـة مـن قـبلهم ليبلـغ صـافي الاسـتثمار المؤسـسي المتدفق إلى السوق نحو ٢٦٥,٥ مليون درهم[٢].

وفي العام ٢٠١٢ بلغت قيمة مشتريات الأجانب من الأسهم خلال العام ٢٠١٢ نحـو ٢٢,٥ مليـار درهـم لتشكل ما نسبته ٤٦,٢% من إجمالي قيمة التداول، في حين بلغت قيمة مبيعاتهم خلال نفس الفـترة نحـو ٢٢ مليار درهم لتشكل ما نسبته٤٥,٣% مـن إجـمالي قيمـة التـداول، ونتيجـة لـذلك بلـغ صـافي الاسـتثمار الأجنبي المتدفق إلى السوق خلال هذا العام نحو ٤٦١,٢ مليون درهم.

وبلغت قيمة الأسهم المشتراه من قبل المسـتثمرين المؤسسـاتيين خـلال عـام ٢٠١٢ حـوالي ١١,٣ مليـار درهم لتشكل ما نسبته ٢٣,٢% من إجمالي قيمة التداول، في حين بلغت قيمة مبيعاتهم خلال نفس الفـترة حوالي ١٠,٢ مليار درهم لتشكل ما نسبته ٢١% مـن إجـمالي قيمـة التـداول، وبـذلك بلـغ صـافي الاسـتثمار المؤسسي المتدفق إلى السوق نحو ١,١ مليار درهم[٣].

أما خلال العام ٢٠١٣ فقد بلغت قيمة مشتريات الأجانب من الأسهم نحو ٦٩ مليار درهم لتشـكل مـا نسبته ٤٣,١٪ من إجمالي قيمة التداول، في حين بلغت قيمة مبيعاتهم خلال نفس الفـترة نحـو ٦٧,٣ مليـار درهم لتشكل ما نسبته ٤٢,١ ٪ من إجمالي قيمـة التـداول، ونتيجـة لـذلك، بلـغ صـافي الاسـتثمار الأجنبـي المتدفق إلى السوق خلال هذا العام نحو ١,٧ مليار درهم.

١- التقرير السنوي لسوق دبي المالي، ٢٠١٠.

٢- التقرير السنوي لسوق دبي المالي، ٢٠١١.

٣- التقرير السنوي لسوق دبي المالي، ٢٠١٢.

ومن جانب آخر، بلغت قيمة الأسهم المشتراة من قبل المستثمرين المؤسساتيين حوالي ٣٨,٣ مليار درهم لتشكل ما نسبته ٢٤٪ من إجمالي قيمة التداول، في حين بلغت قيمة مبيعاتهم خلال نفس الفترة حوالي ٣٧,٥ مليار درهم لتشكل ما نسبته ٢٣,٥٪ من إجمالي قيمة التداول، وبذلك بلغ صافي الاستثمار المؤسسي المتدفق إلى السوق نحو ٧٩٠,٢ مليون درهم[١].

وخلال الربع الأول من العام ٢٠١٤ بلغت قيمة مشتريات الأجانب من الأسهم نحو ٤٤,٧ مليار درهم لتشكل ما نسبته ٤٠,٥% من إجمالي قيمة التداول، في حين بلغت قيمة مبيعاتهم خلال نفس الفترة نحو ٤٥,٥ مليار درهم لتشكل ما نسبته ٤١,٣% من إجمالي قيمة التداول، ونتيجة لذلك، بلغ صافي الاستثمار الأجنبي المتدفق خارج السوق خلال هذا الربع نحو ٨٠٩,٨ مليون درهم. ومن جانب آخر، بلغت قيمة الأسهم المشتراة من قبل المستثمرين المؤسساتيين خلال الربع الأول من العام حوالي ٢٨,٩ مليار درهم لتشكل ما نسبته ٢٦,٢% من إجمالي قيمة التداول، في حين بلغت قيمة مبيعاتهم خلال نفس الفترة حوالي ٢٩,٧ مليار درهم لتشكل ما نسبته ٢٧% من إجمالي قيمة التداول، وبذلك بلغ صافي الاستثمار المؤسسي المتدفق خارج السوق نحو ٨٣٥,٥ مليون درهم[٢].

جدول رقم (٣٩)

قيمة تداولات المستثمرين (بالدرهم) بسوق دبي خلال الأعوام (٢٠٠٩ - مارس ٢٠١٤)[٣].

| السنة | 2010 | | 2011 | | 2012 | | 2013 | | مارس 2014 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| الجنسية | إجمالي قيمة الشراء | إجمالي قيمة البيع | إجمالي قيمة الشراء | إجمالي قيمة البيع | إجمالي قيمة الشراء | إجمالي قيمة البيع | إجمالي قيمة الشراء | إجمالي قيمة البيع | إجمالي قيمة الشراء | إجمالي قيمة البيع |
| إماراتيون | 38,847, 036,104 | 39,027,3 49,713 | 16،820 21،444 | 16،9862 71،561 | 26,136, 636,482 | 26,597,7 93,427 | 90,906,4 44,632 | 92,599,86 7,470 | 65,512,3 64,953 | 64,702,5 43,997 |
| العرب | 15,926, 414,059 | 16,111,0 55,306 | 7،221،2 25،451 | 6،835،5 88،744 | 11,999, 431,361 | 12,053,4 26,121 | 34,925,0 65,180 | 34,520,98 5,199 | 22,469,7 82,105 | 22,137,0 66,916 |
| خليجيون | 4,352,4 42,609 | 4,307,34 9,999 | 1،932،0 43،209 | 1،781،7 01،430 | 2,981,7 71,798 | 3,060,71 5,754 | 11,940,5 37,893 | 12,566,49 1,522 | 9,928,09 5,053 | 10,448,5 63,782 |
| جنسيات أخرى | 10,538, 875,614 | 10,219,0 13,369 | 6،112،9 02،067 | 6،484،6 30،435 | 7,470,2 35,461 | 6,876,13 9,801 | 22,109,9 89,988 | 20,194,69 3,502 | 12,258,0 25,929 | 12,880,0 93,346 |

(*) تم إعداد الجدول بتصرف من الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية لسوق دبي.

١- التقرير السنوي لسوق دبي المالي، ٢٠١٣.

٢- النشرة الربع السنوية – الربع الأول ٢٠١٤، سوق دبي المالي، ٢٠١٤.

٣- إعداد الجدول بتصرف من الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية لسوق دبي.

يتضح من العرض السابق أن تراجع أو تقدم كلا من البورصة المصرية وسوق دبي المالي مـرتبط ارتبـاط وثيق بالأحداث السياسية والاقتصادية المحلية والإقليمية والدولية، فكلما كانت الظروف مسـتقرة ومواتيـة للاسـتثمار انعكـس ذلـك عـلى أداء أسـواق الأوراق الماليـة، وتحسـن مسـتوى الأسـهم والمـؤشر والتـداول والاستثمار تبعاً.

لذا نجد أن أداء البورصة المصرية وسوق دبي المالي قدر ترنح صعوداً وهبوطاً خلال فترة الدراسة، وفقـاً للظروف والمتغيرات التي شاهدتها كلا من مصر ودبي، فنجد مثلاً أن العام ٢٠٠٩ مُثل تحديًا هامًا للأسـواق العربية، حيث استهلت العام بمواجهة تداعيات الأزمة المالية العالمية واختتمته بتفجر أزمـة دبي الماليـة، إلا أن غالبية الأسواق قد استطاعت أن تمتص تلك الصدمات وأن تعـوض جـزء مـن خسـائرها حيـث حققـت غالبيتها ارتفاعًا خلال العام، وقد تصدرت البورصة المصرية قائمة الارتفاعات، حيـث سـجلت ارتفاعًـا بنحـو ٣٥%، ثم جاءت بورصة دبي بارتفاع قدره ١٠%.

وخلال العام ٢٠١٠ شهدت الأسواق العربية تباينًا في أدائها، فلم تتمكن معظم البورصات العربيـة مـن مواصلة رحلة التعافي من تداعيات الأزمة المالية العالمية، حيث عانت تلك الأسواق من خسائر فادحة تـأثرًا بالتراجع الذي شاهدته الأسواق العالمية في أعقاب أزمة ديون اليونان، بالإضافة إلى تذبذب أسـعار البـترول، وقد احتلت البورصة المصرية مكانة جيدة مقارنة بباقي الأسواق العربيـة حيـث جـاءت في المرتبـة الثالثـة بارتفاع قدره ١٥%، بينما سجلت دبيّ أعلى الانخفاضات هـذا العـام بحـوالي ١٠% اسـتمرارًا للتراجـع الـذي شاهدته منذ اندلاع أزمة دبي المالية في نوفمبر ٢٠٠٩.

أما خلال العام ٢٠١١ فقد شهد العالم العربي ثورات عدة أثرت سلبًا علي أداء الأسـواق العربيـة بصـفة عامة، فقد عانت معظم الدول العربية من خسائر فادحة، وترجـع خسـائر الأسـواق العربيـة إلى الثـورات التي اندلعت في تونس، مصر، اليمن، ليبيا وسوريا، بالإضافة إلى الصعوبات التـي تواجـه الاقتصـاد العـالمي، وكانت البورصة المصرية من أكثر البورصات تراجعًا خلال العام، حيث سجلت انخفاض بنسـبة ٣٠%، بيـنما سجلت سوق دبي المالي تراجع بنسبة ١٢%. وفي العـام ٢٠١٢ فقـد شـهدت البورصـات العربيـة أداءً جيـدًا مقارنة بالعام الماضي، بعد أن تعافت نوعًا ما من آثار ثورات الربيع العربي، وكانت البورصـة المصريـة هـي الأفضل أداءً خلال العام حيث سجلت نمو بنسبة ٥٠%، وتلتها بفارق كبير بورصـة دبي والتـي سـجلت نمـوًا بنحو ٢٠%. أما خلال العام ٢٠١٣ فقد احتل سوق دبي المالي الصدارة في مقدمة البورصات العربيـة، حيـث حقق ارتفاع تجاوز ١٠٨%، وتلته بفارق كبير البورصة المصرية التي حققت ارتفاع بلف نحو ٢٤%.

# الفصل الرابع

# تقييم أداء البورصات الأجنبية ...

# الواقع وآليات النجاح

تمهيد

لقد ساهمت جملة من العوامل في ظهور وتوسع أسواق رأس المال الدولية وتطورها، كالقيود المفروضة على عملية الإقراض للأجانب في الأسواق المالية المحلية، إضافة إلى الاحتياجات المتزايدة لرؤوس الأموال التي دفعت المؤسسات إلى التوجه مباشرة إلى مالكي رؤوس الأموال بدلا من البنوك لتوفير احتياجاتها التمويلية بحثاً عن تكلفة أقل.

ولقد بدأ التعامل بالأوراق المالية في أكبر الدول الرأسمالية كفرنسا وانجلترا والولايات المتحدة الأمريكية، لكن هذا التعامل لم يكن له مكان محدد ولم يكن على درجة كبيرة من التنظيم، ولكن مع التطور التكنولوجي وتطور وسائل الاتصال عرفت بورصات تلك الدول تطورا وانتشارا كبيرين ساعد على رفع أداءها خاصة مع الحركة الكبيرة والسريعة للشركات المتعددة الجنسيات، فزادت حركة التداول بهذه الأسواق فأصبح السوق المالي الأمريكي من أكبر المراكز المالية حجما وأكثرها نشاطا كما كانت الولايات المتحدة الأمريكية دائما السباقة في الابتكارات المالية والتقنيات المالية الأكثر شهرة وأهمية على المستوى الدولي.

وإلى جانب السوق الأمريكي نجد الأسواق الأوروبية التي لا تقل أهمية عنه، ومنها سوق لندن للأوراق المالية الذي يحتل مركز الصدارة على الصعيد الأوروبي، حيث عرف تطورا متلاحقا خاصة خلال الفترة التي أعقبت الحرب العالمية الثانية، كما يتمتع السوق الملي الياباني بأهمية كبيرة حيث تحتل بورصة طوكيو الرتبة الثانية على الصعيد العالمي[١].

وبذلك تنافست أسواق رأس المال في تنويع المنتجات المالية رغبة منها في الوصول إلى أكبر عدد ممكن من المستثمرين، مما أدى تراجع دور الوساطة البنكية في التمويل الدولي لصالح الإصدارات المالية، كما فتحت هذه الأسواق مجالا واسعاً أمام المضاربين نتيجة للأرباح المحققة من عملية المراجحة ما بين هذه الأسواق، خاصة وأنها لا تخضع إلى قيود حكومية كما هو الحال في الأسواق المالية الوطنية، زاد ذلك من حجم التدفقات المالية في هذه الأسواق بشكل هائل، فاق في كثير من الأحيان حجم المعاملات التجارية الدولية[٢].

---

١- بوكساني رشيد، "معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها"، رسالة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، ٢٠٠٦.

٢- محفوظ جبار، عمر عبده سامية، "أسواق رأس المال الدولية: الهياكل والأدوات"، أبحاث اقتصادية وإدارية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خضير بسكرة، الجزائر، ٢٠٠٨.

ومن ثم يمكن تقسيم هذا الفصل من الدراسة على النحو التالي:

المبحث الاول:

نشأة البورصات الأجنبية.. دراسة حالة بورصة نيو يورك بورصة لندن- بورصة طوكيو.

المبحث الثاني:

تقييم أداء البورصات الامريكية.. دراسة حالة بورصة نيو يورك.

المبحث الثالث:

واقع أداء بورصة لندن للاوراق المالية.

المبحث الرابع:

واقع أداء بورصة طوكيو للأوراق المالية.

المبحث الاول: نشأة البورصات الأجنبية ... دراسة حالة (البورصة الأمريكية – البورصة الإنجليزية – البورصة اليابانية)

ارتبط تطور أسواق الأوراق المالية تاريخيا بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم دول العالم ولاسيما الدول الرأسمالية، وقد جاء انتشار الشركات المساهمة وإقبال الحكومة على الاقتراض ليخلق حركة قوية للتعامل بالأوراق المالية، والذي أدى إلى ظهور بورصات الأوراق المالية، وكان التعامل بتلك الصكوك يتم في بادئ الأمر على قارعة الطريق في الدول الكبرى كفرنسا، انجلترا، وأمريكا، ثم استقر التعامل في أعقاب ذلك في مباني خاصة أصبحت تعرف فيما بعد بأسواق الأوراق المالية[١].

ولقد عرفت تلك الأسواق تطور هائلاً منذ ثمانينيات القرن الماضي، حيث أصبح التمويل الدولي في شكل إصدارات مالية أو قروض بنكية ضرورة حتمية بعد تسارع وتيرة العولمة وانتشار ظاهرة التحرير المالي، فتنوعت بذلك تقنيات التمويل الدولية وتعددت المنتجات المالية المناسبة وتزايدت أحجام التعامل عليها. وقد أدى التقدم التقني، في المعلومات والاتصالات في الدول الصناعية خاصة، إلى تنشيط التداول في البورصات العالمية، ومع التوسع في الشركات العابرة للقارات، والشركات المساهمة العامة زاد العرض من الأوراق المالية في البورصات، ومع ارتفاع معدل الادخار في تلك الدول استطاعت البورصات الدولية بالترويج الفعال للأوراق المالية أن تنشط الطلب على الأوراق المالية، واستطاعت الدول الصناعية الكبرى من خلال بناء الأسواق المالية أن توفر التمويل اللازم للشركات الجديدة والتوسع في الشركات القائمة[٢].

وتلعب أسواق رؤوس الأموال الدولية دوراً هاماً في تمويل الأنشطة والعمليات الدولية من صادرات وواردات وخدمات مالية داخلية كالقروض الداخلية الموجهة للشركات الوطنية ونحوها، ولا يشترط في هذه الأسواق وجود مكان محدد ووحيد، بل هي عبارة عن مجموعة من المراكز المالية المرتبطة فيما بينها بشبكة معقدة من وسائل الاتصال المتطورة.

---

١- Frank J. Fabozzi & Pamela P. Peterson, "Financial Management and Analysis", John Wiley & Sons, Inc, New Jersey, ٢٠٠٣.

٢- بوكساني رشيد، "معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها"، رسالة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، ٢٠٠٦، ص ١١٥.

أي أنها تمثل ذلك المجال الذي يتم فيه مبادلة وتداول الأصول النقدية والمالية ذات البعد الدولي، سواء كانت طويلة الأجل كالأسهم والسندات الدولية أو قصيرة الأجل كالأوراق التجارية الأوروبية أو حتى في شكل أصول بنكية كالودائع والقروض بالعملات الأجنبية[١].

أولاً: نشأة البورصات الأمريكية

تحتل الأوراق المالية الأمريكية أهمية البالغة للأسواق الآجلة، لأنها تعاملت بشكل كبير في عقود المستقبليات والخيارات في السبعينيات، حيث ظهرت أول بورصة بالولايات المتحدة الأمريكية تحت اسم بورصة فيلادلفيا عام ١٧٩٠م، نتيجة لازدهار النشاط التجاري والحركة التجارية في أوروبا في ذلك الوقت، وتلى ذلك تأسيس بورصة نيويورك عام ١٨٢١م في شارع وول استريت والتي تعتبر أكبر سوق للأوراق المالية في العالم.

تأتي بورصة نيويورك للأسهم في المرتبة الأولى في الولايات المتحدة، يليها في المرتبة الثانية البورصة الأمريكية للأوراق المالية ويعمل الاثنان على المستوى القومي، و يوجد عدد من البورصات الإقليمية تتواجد في بوسطن وسينسيناتي والوسط الغربي والباسفيك وفلادلفيا.

وتتشابه هذه لبورصات في عملياتها وأنشطتها مع بورصة نيويورك وان كانت تختلف قليلا فيما يتعلق بأنشطة المتخصصين ودرجة الأوتوماتيكية كما تختلف كثيرًا عن بورصة نيويورك فيما يتعلق بإجراءات تنفيذ عملياتها والعقود المستقبلية.

وتحاول الولايات المتحدة الأمريكية ومنذ عام ١٩٧٥ تحقيق ما يمكن أن يطلق عليه "مركزية سوق الأوراق المالية" وذلك عن طريق ربط جميع البورصات بشبكة اتصالات قوية وبتسهيلات تؤدى إلى تحسين الكفاءة وزيادة المنافسة بأكبر قدر من المعلومات للسماسرة والتجار والمستثمرين، وذلك عن طريق أتباع عدد من الخطوات[٢]:

- الخطوة الأولى هي إعداد وتوفر الشريط المجمع لتسجيل جميع المبادلات التي تحدث في بورصة نيويورك و البورصة الأمريكية والبورصات الإقليمية، وفى الأسواق المتوازية باستخدام البيانات المتاحة في ناسداك، وفى السوق الرابعة باستخدام نظام ومنذ عام ١٩٧٦ استخدمت هذه البيانات في إنتاج جداول أسعار الأسهم المجمعة والتي تظهر في الصحف اليومية.

---

١- محفوظ جبار، عمر عبده سامية، "أسواق رأس المال الدولية: الهياكل والأدوات"، أبحاث اقتصادية وإدارية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خضير بسكرة، الجزائر، ٢٠٠٨، ص ١.
٢- عصام حسين، "أسواق الأوراق المالية (البورصة)"، مرجع سابق.

- الخطوة الثانية تتمثل في التعليمات التي صدرت عام ١٩٧٨ من هيئـة الاوراق الماليـة والبورصـة بـأن تنشر جميع البورصات الأسعار فيما يطلق عليه(Consolidater Quotations CQS System)، مما يقلـل من جهد السمسار في البحث عن أفضل الأسعار.

- الخطوة الثالثة والأخيرة هي بدء العمل بالنظام الذي أطلق عليـه Intermarket Trading System ITS، وهو نظام الكتروني يربط بين جميع البورصات الأمريكية وكذلك بعض تجار السـوق الموازيـة بصـورة تسمح للسـماسرة والتجـار والمتخصصـين بالاتصـال والتفاعـل، وتظهـر الشاشـات الخاصـة بالنظـام لجميـع المهتمين بأسعار الشراء والبيع المحددة بواسطة صناع السوق تلك الأسعار التي تم الحصول عليها من نظام (CQS) كما يسمح هذا النظام للسماسرة أن يوجهوا أوامرهم الكترونيا إلى مكان تواجد أفضل الأسعار[١].

وتتسم أسواق الأوراق الماليـة الأمريكيـة بمجموعـة مـن الخصـائص، أبرزهـا: الكفـاءة المرتفعـة، نظـام معلومـات ماليـة متقـدم كتقـارير البورصـة والضـعف والـربط الالكـتروني، القـدرة عـلى الاتصـال بجميـع البورصات العالمية، تأمين المعاملات بالبورصة كجهاز البورصة وهيئة حماية المسـتثمرين في الأوراق الماليـة، يتم بيع وشراء الأوراق المالية للأجانب إما عن طريق السوق الثانية الرسمية أو عن طريق صـفقات خـارج البورصة، يتم تطوير وتجديد البورصات الأمريكية بصفة مستمرة.

وبالإشارة إلى بورصة نيويورك سنجد أنها بقيت إلى مدى طويـل جمعيـة تضـم أكـثر مـن ١٣٠٠ عضـو، وتحولت في عام ١٩٧١م إلى شركة مساهمة، أما القواعد التي تحكمها فقد بقيت غير محددة إلى غاية أزمة ١٩٢٩م لكي تصبح بعدها أكثر جمودا.

وتحتل بورصة نيويورك المركز الأول في العـالم مـن حيـث حجـم عملياتهـا وتأثيرهـا عـلى بـاقي أسـواق الأوراق المالية الدولية، ويحتوي أيضا على أكبر عـدد مـن الشركـات المسـجلة في قـوائم الأسـعار بالبورصـة، ويشهد على مـا هـو موجـود في وول سـتريت Exchange American Stock، ومجلـس شـيكاغو للتجـارة Chicago Board Trade[٢].

وتكتسب كذلك الأسواق المعروفة أهمية كبيرة خارج المقصورة والتي تشتهر بدور بارز في تطوير رأس المال المخاطرة، وهي شركات مالية مكونة من أفراد تخاطر برؤوس أموالها في تمويل مشروعاتها الصغيرة، تقدم أفكـارا جزئية، وقد كان دورها مشهورا خاصة في مجال تأسيس شركات الكمبيوتر، وقد كـان أبرزهـا عـلى سـبيل المثـال شركـة آبـل Apple، وأيضـا نسـداك NASDAQ، والتـي تتعامـل الكترونيـا مـع قرابـة ١٣٠٠ شركـة خـارج

---

١- ـــــــــــــ دراسة بعنوان "أهم البورصـات وهيئـات أسـواق المـال نشـأتها – أهميتهـا – أهـدافها"، اتحـاد الشركـات الاستثمارية، الإصدار الثالث، أغسطس ٢٠٠٨، ص٥٣.

٢- René M. Stulz, "Demystifying Financial Derivatives", The Milken Institute Review, ٢٠٠٥.

المقصـورة، أمـا أشـهر الشركـات التـي يـتم تـداول أوراقهـا الماليـة في البورصـات الأمريكيـة فهـي أمريكـان إكسبريس،تي تي، تشس مانهاتن، كوداك أم.بي.أم ... إلخ.

يذكر أن بورصة نيويورك ونظيرتها الأوروبية "يورونيكست" قد اندمجتا فعليًا في ٤ أبريل ٢٠٠٧ ليشكلا أكبر سوق للأوراق المالية في العـالم، و توصـلت مجموعـة "ان.واي.اس.اي NYSE Euronext" التـي تـدير بورصة نيويورك للأوراق المالية إلى اتفاق لشراء شركة "يورونكست" لإدارة البورصات ومقرها باريس مقابـل ي ٧,٧٨ مليار يورو (٩,٩٦ مليار دولار)، مـما يضـعها في مقدمـة السـباق لإنشـاء أول بورصـة للأسـهم عـبر الأطلسي، وأطلق على الشركة الجديدة "ان.واي.اس.اي يورونكست" ولها مقر في نيويـورك ومقـران دوليـان في باريس وأمستردام وأنشطة المشتقات في لندن، ويقدر رأسمالها السوقي ٢٠ مليار دولار، وتحتوي بورصة نيويورك على مؤشرات عدة لقراءة القطاعات الاقتصادية، أهمها مـؤشر "الـداو جـونز الصـناعي" لأكـبر ٣٠ شركة صناعية أمريكية، ومؤشر S&P ٥٠٠، أو "ستاندرد أند بورز" لأكبر ٥٠٠ شركة مالية أمريكية[١].

ثانياً: نشأة البورصة الإنجليزية

تعتبر السوق الأولى على مستوى أوروبا والثالثة على مستوى العالم من ناحيـة عـدد الشركـات المقيـدة بالبورصة، ومن حيث قيمـة رسـملة التعامـل، وحجـم العمليـات، وتعـود أهميـة بورصـة لنـدن إلى تـاريخ اقتصادي حافل، هو تاريخ انجلترا التي كانت القوة التجارية والصناعية العظمى حتى نهاية القـرن التاسـع عشر، تاريخ تبعه سوق مالي كان قادرا على مواجهة متطلبات مشروعات تلك القوة العظمى.

ويمكن القول: أن التاريخ الحديث لبورصة لندن قد برز عام ١٩٨٦، مما أطلق عليـه Big Bang، فمنـذ هذا التاريخ وفى مواجهة مناقشة شرسة من وول ستريت وطوكيو أخذت لندن في تحرير سوق المال، خاصة في مجال التشريعـات والقيـود المفروضـة عـل الممارسـين واسـتخدام نظـام تكنولـوجي متقـدم للتسـعير في البورصة[٢].

وفي بورصة لندن، يجب الإشـارة إلى سـوق هـام يعـرف باسـم United Securities Market U.S.M، حيث يتم في هذا السوق تمويل الشركات المتوسطة الحجم ويعد بمثابة السوق الثانوي.

بالإضافة إلى ذلـك فـإن لنـدن تمثـل أكـبر سـوق أوروبي للعقـود الآجلـة والمعـروف باسـم Liffe أو International Future Financial Exchange London، وهـي تعتـبر سـوق

---

١- صفاء النعيمي، "وول ستريت تاريخ من الأزمات والفقاعات"، الرؤية الاقتصادية، ٢٠٠٩/٩/٢٣، متاح على: http://kenanaonline.com/users/Al-borsa/posts/٩٤٩١١.

٢- ـــــ دراسة بعنوان "أهم البورصات وهيئات أسواق المـال نشـأتها – أهميتهـا – أهـدافها"، اتحـاد الشركـات الاسـتثمارية، مرجع سابق.

مستقلة تماما عن السلطات الرسمية، إذ أنه سوق خاص ومقفل، فالجمهور لا يقبل فيه، ولا بالدخول إليه، وينحصر فقط في أعضاء Stock Exchange.

وتعتبر بورصة لندن أهم مركز مالي على المستوى الأوروبي، وبدأت بورصة لندن تسترجع مكانتها تدريجيا من خلال الإصلاحات التي قامت بها الدولة في هذا الصدد، وقدمت شتى التسهيلات للمتعاملين الماليين الدوليين، كما أن الخبرة الواسعة للوسطاء ساهمت بشكل كبير في إدارة المعاملات النقدية والمالية الدولية، وتطورت مكانتها في سوق اليورو ودولار، حيث أن بورصة لندن نظرا لمكانتها الكبيرة وعلاقتها الوثيقة بمختلف المراكز المالية الدولية قد تمكنت من الحصول على فوائد كبيرة ومزايا من خلال تقديمها للتسهيلات المالية بواسطة قروض سندات الدولية[1].

وتصل عدد الأوراق المالية المسجلة أي الشركات في بورصات لندن ما يزيد عن ٦٠٠٠ سهم تقدر بنسبة ٥٠% من إجمالي الأوراق المالية المسجلة في بورصات أوروبا منها ٢٠٠٠ سهم للشركات دولية وأوروبية أخرى، تؤثر على مؤشر أسعار البورصة بصفة أساسية ويرجع ذلك إلى الأسباب الآتية[2]:

- خبرة طويلة في المعاملات.

- أهمية كبيرة للبورصات.

- سوق مستمرة للعملات الأجنبية.

- دور فعال لتنشيط الاستثمار للوسطاء الماليين.

- أدى تطبيق المعدلات النمطية للتداول في البورصة إلى زيادة الثقة مما جعل بورصة لندن من البورصات الرائدة في أوروبا.

- تخفيض الضرائب على الأرباح الأوراق المالية.

وتجدر الإشارة إلى أن البنوك الأمريكية والبريطانية بدأت في التعامل في الأوراق المالية في بورصة لندن بعد رفع حظر تعامل المؤسسات الدولية في البورصة عام ١٩٨٥.

ويوجد نوعين أساسين من أنواع الإصدارات من الأوراق المالية في بريطانيا، الأول يتمثل في "إصدارات الدولة البريطانية للأوراق المالية" وهي تتحقق مباشرة بواسطة كل من الخزينة البريطانية وبنك انجلترا، أما البنوك التجارية، فهي لا تتدخل إلا لكي تضع صناديقه بتصرف المصدر، أو لكي تكتب لحسابه، تقوم مديرية الإصدار في بنك انجلترا، في غالبية الأحيان، بالاكتتاب

١- وليد أحمد الصافي، "الأسواق المالية العربية الواقع والأفاق"، رسالة الدكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، الجزائر، ٢٠٠٣، ص ٨٣.

٢- على العمودي، "سوق الأوراق المتداولة ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية"، رسالة ماجستير، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، ١٩٩٥.

بالجزء غير المكتتب به من قبل الجمهور، على أن تبيع لاحقا هذا الجزء في السوق عندما تسمح الفرصة بذلك، وهذا ما يمكن الدولة وبصورة شبه دائمة من القيام بإصدارات لقروض عامة.

والثاني يتمثل في "إصدارات الشركات البريطانية الأوراق المالية" وهي تشمل توجه الشركات البريطانية إلى بيوت الإصدار التي تقوم بدور الوسيط بين الشركة المصدرة والمستثمرين بالأوراق المالية، والأموال المطلوبة يمكن الحصول عليها إما عبر الإصدارات مباشرة موجهة للجمهور ومرفقة بإذاعة تجارية، وفي الغالب عبر عرض للبيع يكتب به البنك بكامل الإصدار، على أن يعيد توظيف هذا الأخير في السوق، وهذا ما يعرف بـ prise Ferme، وأخيرا عبر التوظيف لدى المستثمرين المؤسسين.

ويرتكز دور بيوت الإصدار بشكل أساسي على تنظيم وضمان الإصدار، ونادرا ما يتعدى ذلك لكي يضمن التوفير الفعلي لرؤوس الأموال.

زيادة على ذلك تبحث الشركات المصدرة في الكثير من الأحيان عن اللجوء إلى ما يعرف Under Writters الذين يتلقون عمولة تتغير تبعا للخطر المرتقب مقابل ضماناتهم للإصدار، هؤلاء Under Writers هم بنوك الودائع، وشركات التأمين ووكلاء البورصة.

إلى جانب الإصدارات والزيادات في رأس المال لا يجب إغفال التالي[١]:

- عمليات الانصهار ما بين الشركات التي لا يزال يزداد عددها يوما بعد آخر.

- عمليات أخذ المشاركات من قبل سلسلة من الأجهزة، وكذلك من قبل البنوك التجارية التي تعمل غالبا بشكل غير مباشر متعاونة مع أجهزة مصرفية دولية.

- عمليات ممارسة الرقابة والضبط عبر العروض العملية للشراء أو التبادل، هذه العمليات تسمح بحدوث تركزات هامة ضمن شروط تتوافق مع سلامة الاقتصاد كما أنها تشكل أيضا عامل تنشيط للبورصة.

ثالثاً: نشأة البورصة اليابانية

تم إنشاء أول بورصة باليابان بطوكيو ولوزاكا، وكانت السندات الحكومية للأوراق المالية الوحيدة في التداول بتلك البورصات آنذاك، وأدى التطور الاقتصادي في اليابان خلال الفترة ١٨٦٨م - ١٩١٣م إلى قيام البورصات بدور أساسي في توفير التمويل اللازم للصناعة.

وفى مارس ١٩٤٣ تم تشريع "قانون تبادل السندات الياباني" كأداة لتنظيم سوق الأوراق المالية والسيطرة عليها في وقت الحرب[٢].

١- بوكساني رشيد، "معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها"، مرجع سابق.

٢- ـــــــ دراسة بعنوان "أهم البورصات وهيئات أسواق المال نشأتها – أهميتها – أهدافها"، اتحاد الشركات الاستثمارية، مرجع سابق، ص ٥٠.

وفي ٣٠ يونيو ١٩٤٣ تم توحيد ١١ سوق للأوراق المالية في كافة أنحاء اليابان، وتم تأسيس شركة شبه عامة وهى "تبادل السندات المالية" والتي حلت في أبريل ١٩٤٧. ومع تدهور أحوال الحرب والغارات الجوية على اليابان، أجبرت سوق الأوراق المالية على تعليق كافة جلسات التعامل في كل أسواق الأوراق المالية من ١٠ أغسطس ١٩٤٥، وكان من الصعب إعادة فتح سوق الأوراق المالية بناء على مذكرة قائد أعلى سلطات التحالف في سبتمبر ١٩٤٥، وبالرغم من ذلك تم استئناف التجارة بصفقات المجموعة الغير رسمية في الأول من ديسمبر ١٩٤٥[١].

وفي مارس ١٩٤٧ تم تشريع قانون تبادل السندات المالية، وانتهت مراجعته بالكامل في أبريل ١٩٤٨، وفى الأول من أبريل ١٩٤٩ تم تأسيس ثلاثة أسواق للأوراق المالية في كل من طوكيو وأوزاكا وناجويا، وفى يوليو من نفس السنة تم تأسيس خمسة أسواق للأوراق المالية إضافية في كايوتو (والتي تم دمجها مع سوق أوزاكا للأوراق المالية في مارس ٢٠٠١)، وكوب التي حلت في أكتوبر ١٩٦٧، وهيروشيما والتي تم دمجها مع سوق طوكيو للأوراق المالية في مارس ٢٠٠٠)، وفيوكوكا ونيجاتا واللتان تم دمجهما مع سوق طوكيو للأوراق المالية في مارس ٢٠٠٠)، بالإضافة إلى ذلك تم تأسيس سوق سوبارو للأوراق المالية في أبريل ١٩٥٠، وبذلك تصبح اليابان لديها خمسة أسواق للأوراق المالية الآن[٢].

وأصبحت بورصة طوكيو أكثر البورصات تنافسا لبورصة نيويورك عام ١٩٨٧م، ويتم تداول أسهم الشركات اليابانية في ثماني بورصات محلية هي: طوكيو، لوزاكا، نابويا، هيروشيما، نياجاتا، فوكوكا، كيوتو، سابورو، وتشير مؤشرات أداء البورصات اليابانية إلى انخفاض السيولة مؤخرا حيث وصلت ٢١,٣١% في الأسهم طويلة الأجل بالبنوك، كما أن هناك ٥٠% من الأسهم غير متداولة، وحققت بورصة طوكيو ٨٧% من حجم التداول، وحوالي ٨٣% من قيمة إجمالي التداول بالبورصات اليابانية[٣]. وفيما يلي بعض خصائص البورصات اليابانية:

- انخفاض المخاطر.
- تنوع الأوراق المالية المتداولة.

---

١- عمر عبد الحميد سالمان، "الآثار الاقتصادية والأسواق العملات الأوروبية"، رسالة ماجستير، كلية التجارة وإدارة الأعمال، جامعة حلوان، ١٩٨٧.

٢- مرجع سابق.

٣- Dahel, R, "Arab stock Markets: Recent Trends and performance", the Arab planning Institute, Kuwait, ٢٠٠٢.

- اتجاه متزايد نحو تسجيل وتداول الأوراق المالية الأجنبية.

- اتصالات فعالة بين البورصات اليابانية والبورصات الدولية.

- انتشار الوعي الاستثماري.

- استقرار التداول في البورصات اليابانية.

- زيادة عدد الشركات المسجلة في البورصات اليابانية.

- اتساع قاعدة الوعي الادخاري لدى اليابانيين.

- تجديد وتطوير أدوات البورصات اليابانية.

- تدويل البورصات اليابانية.

- الاهتمام بقياس الأداء الاقتصادي للبورصة.

- تطوير أدوات السوق الأولي والسوق الثانوية.

- مكننة العمليات في البورصة بالحواسب المتقدمة.

- بناء شبكة معلومات لتداول الأوراق المالية بالبورصات اليابانية.

- وضع شروط للوسطاء الماليون بالبورصات اليابانية.

- تحسين شروط تسجيل الشركات بالبورصات اليابانية.

- تطوير أسواق السندات.

- الاهتمام بأسواق العملات الأجنبية.

ومن بين الشروط الأساسية للقبول في تسعير بورصة طوكيو[1]:

- يجب أن يبلغ رأس المال ٥٠٠ مليون ين وأن يبلغ خارج طوكيو ١٠٠٠ مليون ين على الأقل، أو أن يكون موزعا على أكثر من ١٠ ملايين سهم و٢٠٠ مليون سهم خارج طوكيو.

- يجب أن يبلغ عدد المساهمين ٢٠٠٠ على الأقل.

- الأصول الصافية الملموسة يجب أن تكون مساوية لمائة ين على الأقل، مقابل كل سهم أي القيمة الإجمالية الدنيا ١,٥ مليار ين، والأرباح العائدة للسهم يجب أن تساوي على الأقل ١٥ ين عن السنوات الثلاث الأخيرة وعشرون ين على الأقل فيما يتعلق بالسنة الأخيرة، كما أن الأرباح الموزعة العائدة للسهم يجب أن تساوي على الأقل ٥ ين خلال السنوات الثلاث الأخيرة أيضا.

- يجب أن تكون الشركة منشأة منذ ما لا يقل عن خمس سنوات، وان تستجيب للعديد من الشروط التفصيلية الأخرى.

---

١- وسام ملاك، "البورصات والأسواق المالية العالمية"، الجزء الثاني، قضايا نقدية ومالية، دار المنهل اللبناني، مكتبة رأس النبع لبنان، الطبعة الأولى، ٢٠٠٣.

حصل التطور السريع فى السوق المالي الياباني على مستوى الدولي في اتجاهين مختلفين[1]:

- الاتجاه نحو الخارج:

كان قد بدأ منذ مطلع الستينيات، وقد حدث بواسطة American depositary Receipts A.D.R، على أثر الطلب الملح للشركات اليابانية الحريصة على رفع اعتبارها عبر تسعير، أوراقها المالية في البورصات الأمريكية، وهذه الصيغة قد أقرتها وزارة المالية اليابانية في عام١٩٦١م، ثم توسعت هذه الصيغة لكي تطال الأسواق الأوروبية، وعلى وجه الخصوص سوق اليورو الدولار، وحتى هذا الحين A.D.R تقوم بعشرات الإصدارات السنوية لصالح الشركات اليابانية.

في عام ١٩٧١م حصل المستثمرون اليابانيون الأفراد على إذن شراء قيم أجنبية مسعرة في البورصات الخارجية، ومنذ عام ١٩٨١م سمح بإصدار سندات مضمونة وأسهم في التداول. ولا يزال عدد الشركات اليابانية في تصاعد حيث تقوم بإصدار سندات بالفرنك السويسري، الدولار، واليورو، كما أن البنوك اليابانية أصبحت فاعلة أكثر, فأكثر في الأسواق المالية الدولية.

وفي عام ١٩٦١م كانت هناك ستة بنوك يابانية تمارس نشاطها خارج اليابان عبر حوالي ثلاثين فرعا ومكتبا تمثيليا، في حين أنه في نهاية السبعينيات أصبح عدد البنوك في الخارج ٢٣ بنكا، تمارس نشاطها عبر ١٣١ فرعا، هذا الارتفاع في عدد البنوك اليابانية - التي تمارس نشاطها خارج اليابان تواصل أيضا باطراد خلال العقدين الأخيرين، ومن جهتها ضاعفت بيوت الأوراق المالية اليابانية من عدد فروعها، وبرهنت عن ميل واضح للتعاون مع مؤسسات مالية أجنبية في مسارها، وعلى غرار المصارف كانت الاستثمارات الصناعية في الخارج التي تقوم بها الشركات اليابانية في تزايد مستمر[2].

وابتداء من عام ١٩٦٥ حافظت بيوت الأوراق المالية اليابانية الأربعة على مكانتها في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا، ومنذ بداية السبعينيات فتحت أيضا تلك البيوت مكاتب لها في هونغ كونغ وسنغافورة والبحرين، ولوحظ أنها كانت تحقق خلال الثمانينيات حوالي ١٠% من مداخليها نتيجة عمليات خارجية، وما يشار إليه أن البيت المالي الياباني الأكثر أهمية أصبح عضوا في بورصة نيويورك بدأ من عام ١٩٨١م.

- الاتجاه نحو الداخل:

---

١- فريد النجار، "البورصات والهندسة المالية"، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، ١٩٩٦، ص ١٣٣.

٢- وسام ملاك، "البورصات والأسواق المالية العالمية"، مرجع سابق.

ظهرت معالم تدويل السوق باتجاه الداخل منذ عام ١٩٧٠م وذلك مـن خـلال إصـدار سـندات أجنبيـة بالين، وكذلك من خلال توجه المستثمرين الأجانب إلى السوق الـداخلي اليابـاني بغيـة الاسـتثمار المبـاشر أو غير المباشر.

وفي نهاية عام ١٩٧٣ قررت بورصة طوكيو قبول تسعير إصدارات الأسهم الأجنبية، وخـلال عـام ١٩٨٠م تم تبادل ما قيمته ٧٠٠٠ مليار من الأوراق المالية الأجنبية ٨٦% كانت سندات ١٤% كانت أسهم، وفي عام ١٩٨٢م تم بيع المصارف وبيوت الأوراق المالية لـلأوراق التجاريـة وشـهادات الإيـداع الأجنبيـة التـي يقـوم بشرائها المستثمرون اليابانيون، وبذلك تم فتح الأسواق النقدية المالية الأجنبية أمام رؤوس الأموال اليابانيـة القصيرة الأجل[1].

١- بوكساني رشيد، "معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها"، مرجع سابق.

تعتبر الولايات المتحدة الأمريكية الدولة الأقوى والأبرز والأكبر تأثيرا وقيادة للعالم، وكثيراً ما يتأثر اقتصادها صعوداً وهبوطاً بما تشهده الساحة الداخلية الأمريكية من مناقشات حول خطة الدولة العامة والموازنة المالية الجديدة وكذلك بالسياسة الخارجية الأمريكية تجاه مناطق العالم ومنطقة الشرق الأوسط.

وفي عام ٢٠٠٩ تعرض الاقتصاد الأمريكي لحالة من الركود الشديد جراء الأزمة المالية العالمية التي أدت إلى انهيار العديد من كبريات المؤسسات المالية والتجارية في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا وبقية دول العالم، مما تسبب في حدوث انكماش في الاقتصاد الأمريكي بلغ ٠,٣%، كما انخفض الدخل الشخصي المتوفر للإنفاق بمعدل ٨,٧%، كما تراجع الناتج الصناعي الأميركي، كما خفضت الشركات استثماراتها بنسبة ١%[١].

وفي عام ٢٠١٠ حاولت الولايات المتحدة الأمريكية بقيادة الرئيس الجديد "باراك أوباما" إعادة إطلاق النمو ووضع خطة لإنعاش الاقتصاد مجدداً وخلق فرص عمل إضافية، وهو ما انعكاس على معدل النمو الذي بلغ في الربع الثالث من العام نحو ٢%، وهو نمو أسرع من نموه في الربع السابق، لكنها تظل اقل من معدل النمو السنوي في الفترة من يناير إلى مارس عند ٣,٧%[٢].

وفي عام ٢٠١١ واجه الاقتصاد الأمريكي مجموعة من التطورات التي شكلت تحدياً قوياً أمام عجلة التعافي والانتعاش، ولعل أهمها الاحتجاجات الشعبية تحت شعار "احتلوا وول ستريت"، حيث احتج المتظاهرون على سياسات البنوك والشركات الأمريكية وجشعها على حد وصفهم، وهو ما انعكس سلباً على معدل النمو الذي بلغ نحو ١,٧%[٣].

وفي عام ٢٠١٢ شهد الاقتصاد الأمريكي تحسن إلى حد ما مقارنة بالعام الماضي، انعكس على معدل النمو الاقتصادي الذي بلغ نحو ٢,٨%[٤]، كما شهد الربع الأخير من العام نمواً اقتصادياً بمعدل ٠,١ في المائة من إجمالي الناتج المحلي.

---

١- ــــــــــــــــ "أهم تأثيرات الأزمة المالية على اقتصاديات بعض الدول"، الجزيرة، متاح على:
http://www.aljazeera.net/ebusiness/pages/a٨٣٨a٢ce-٠bf١-٤٩d٣-٩٨٧a-٧٤١b٥٦٨٤٥b١٣.

٢- ــــــــــــــــ "زيادة ملحوظة في معدل النمو الاقتصادي الأمريكي"، بي بي سي، ٢٠١٠/١٠/٢٩، متاح على:
http://www.bbc.co.uk/arabic/business/٢٠١٠/١٠/١٠١٠٢٩_us_growth_tc٢.shtml.

٣- ــــــــــــــــ "نمو الاقتصاد الأمريكي في الربع الأخير من عام ٢٠١١"، بي بي سي، ٢٠١٢/١/٢٧، متاح على:
http://www.bbc.co.uk/arabic/business/٢٠١٢/٠١/١٢٠١٢٧_usa_growth.shtml.

٤- ــــــــــــــــ "الجنرال ثلج... يصيب الاقتصاد الأمريكي بحالة ركود مفاجئة"، جريدة اليوم، ٢٠١٤/٥/٤، متاح على:
http://www.alyaum.com/News/art/١٣٧٠٥١.html.

وحافظ على الاقتصاد الأمريكي على استقراره خلال العام ٢٠١٣ حيث بلغ معدل النمو نحو ١,١% من إجمالي الناتج المحلي في الربع الأول وبمعدل ٢,٥% في الربع الثاني والربع الثالث بمعدل ٤,١% وفي الربع الأخير بمعدل ٢,٦% من إجمالي الناتج المحلي.

وخلال الربع الأول من العام الحالي ٢٠١٤ تعرض الاقتصاد الأمريكي لركود مفاجئ نتيجة الشتاء القارس وتباطؤ الإنفاق الاستثماري للشركات والصادرات الأمريكية وكذلك تباطؤ وتيرة نمو المخزون، وكذلك ساهم انخفاض الإنفاق العسكري الاتحادي، وتراجع إنفاق الولايات والحكومات المحلية الأمريكية في ضعف النمو الاقتصادي، في حين ظل الإنفاق الاستهلاكي نقطة مضيئة في الاقتصاد[١].

أولاً: الإطار التشريعي والتنظيمي لبورصة نيويورك للأوراق المالية

يبلغ عدد أعضاء بورصة نيويورك نحو ١٣٦٦ عضوًا ويحكم أنشطة أعضائها مجموعة من القواعد والإجراءات بالإضافة إلى نظامها الأساسي، ويتم انتخاب ٢٦ عضوًا لمجلس المديرين للإشراف على البورصة ويقوم بالإدارة الفعلية ١٢ عضوًا فقط بالإضافة إلى عضوان يعملان كل الوقت داخل البورصة وهما الرئيس التنفيذي ونائب الرئيس أما بقية الأعضاء وعددهم ١٢ فيطلق عليهم مديري عموم.

ولكي ينضم أي فرد لعضوية البورصة فانه يقوم بشراء مقعد مخصص من عضو حالي وهذا المقعد يسمح للعضو بتنفيذ عمليات التداول واستخدام إمكانيات البورصة، ويلاحظ أن معظم بيوت السمسرة لها عضوية أكثر من عضو واحد، وفى جميع الأحوال يطلق على عضوية بيت السمسرة (عضوية مؤسسة).

ويطلق على السهم الذي يتم تداول في بورصة نيويورك السهم المسجل ويتم التسجيل بناء على طلب تتقدم به الشركة، والطلب يكون عادة غير رسمي وفي حالة الموافقة على هذا الطلب يتحول إلى طلب رسمي معلن[٢].

ويتم تنظيم سوق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية والرقابة عليها من خلال تشريعات فيدرالية وتشريعات تصدرها الولايات المختلفة، ويعتبر قانون الأوراق المالية الصادر عام ١٩٩٣ هو أول تشريع رئيسي على المستوى الفيدرالي ويتطلب هذا القانون

---

١ - ـــــــــــــــــــ "تسجيل زيادة في طلبات إعانة البطالة.. ركود مفاجئ للاقتصاد الأمريكي في الربع الأول"، الجريدة الاقتصادية السعودية، ٢٠١٤/٥/٢، متاح على:

http://www.aleqt.com/٢٠١٤/٠٥/٠٢/article_٨٤٥٧٤٩.html.

٢- بوكساني رشيد، "معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها"، مرجع سابق.

ضرورة تسجيل الإصدارات الجديدة، بالإضافة إلى الإفصاح عن البيانات المالية المناسبة، وجاء قانون البورصات عام ١٩٣٤ ليغطي الأسواق الثانوية وليفرض ضرورة تسجيل البورصات الوطنية والسماسرة والتجار.

وفي ظل هذه القوانين تقوم هيئة (أو لجنة) الأوراق المالية والبورصة Securities &Exchange SEC Commission، بالإشراف على عمليات البورصات وإصدار الأوراق المالية، وهذه الهيئة هي سلطة حكومية شبه تشريعية يديرها خمسة أعضاء يتم اختيارهم بواسطة رئيس الولايات المتحدة الأمريكية وبموافقة السلطة التشريعية لمدة ٥ سنوات، ويساعد كل عضو مجموعة من المستشارين في القانون والمحاسبة والاقتصاد[1].

بالإضافة إلى القانونين المذكورين فإن هيئة الأوراق المالية والبورصة تقوم بمتابعة – والإشراف على – عدد كبير من القوانين الأخرى والتي صدرت لاحقا ومنها قانون ١٩٣٥ للمرافق العامة، وقانون الإفلاس لعام ١٩٣٨، وقانون مالوني لعام ١٩٣٨، وقانون الوقف عام ١٩٣٩، وقانون شركات الاستثمار عام ١٩٤٠ (والمعدل عام ١٩٧٠) وقانون مستشاري الاستثمار عام ١٩٤٠ وقانون حماية المستثمر عام ١٩٧٠ وقانون حماية المستثمر من استغلال الآخرين للمعلومات الداخلية والتدليس الصادر عام ١٩٨٨.

وتفضل هيئة الأوراق المالية والبورصة استخدام مفهوم الرقابة الذاتية (Self Regulation) حيث تقوم بتفويض قدر كبير من صلاحياتها إلى الجهات الإدارية داخل كل بورصة مع الاحتفاظ لنفسها فقط بحق التعديل.

ومن الأمور الجديرة بالذكر إن القانون الأمريكي وبخاصة قانون البنوك الصادر عام ١٩٣٣ كان يمنع البنوك التجارية من مزاولة أنشطة بنوك الاستثمار بسبب تعارض المصالح، واستمر هذا الوضع حتى عام ١٩٨٠ حين صدرت قوانين أخرى (وكذلك عام ١٩٨٢) تسمح للبنوك التجارية بالقيام بأنشطة السمسرة وإدارة صناديق المعاشات وغيرها من خلال شركات تابعة يضاف إلى ذلك أن رفع القيود على الفوائد المدفوعة على الإيداعات والحسابات الجارية أدى بدوره إلى إلغاء الفواصل الحادة بين أنشطة البنوك التجارية وأنشطة بنوك الاستثمار[2].

وتتخلص الشروط العامة للتسجيل في بورصة نيويورك كالآتي: ألا تقل قيمة الأصول المادية الملموسة عن ١٨ مليون دولار، أن يملك الجمهور حصة لا تقل قيمتها عن ١,١

---

١ -Alexander, Gordon J., William F. Sharpe and Jeffrey v, Bailey, "Fundamentals of investments", ٢nd ed. (pent ice -Hall inc), ١٩٩٣.

٢- ـــــــــــــ دراسة بعنوان "أهم البورصات وهيئات أسواق المال نشأتها – أهميتها – أهدافها"، مرجع سابق، ص ٥٣.

مليون دولار في رأس المال الشركة، ألا تقل القيمة الاسمية للأسهم الشركة عن ١٨ مليون دولار، ألا يقل صافي الربح قبل الضريبة أي الربح الإجمالي الذي حققته الشركة في السنة الماضية عن ٢,٥ مليون دولار، وألا يقل عن ٢ مليون دولار في السنتين السابقتين عن السنة السابقة، أن يملك ٢٠٠٠ مساهم، كحد أدنى، كل منهم ١٠٠٠ سهم على الأقل[١].

بالإضافة إلى شروط السابقة هناك شروط عامة للتسجيل في بورصة نيويورك، ومنها:

- أن يكون للشركة مكانتها على المستوى القومي، أي تثبت الشركة وجودها على أرض الواقع عن طريق مساهمتها في الناتج القومي، أن تكون الشركة مستقرة داخل الصناعة، ولها وضع متميز، أي تبرهن على قدرتها على التمايز عن باقي المؤسسات في الصناعة التي تنشط فيها، أن تنتمي الشركة إلى صناعة تتميز بالتوسع والنمو.

- وإذا حدث بعد التسجيل أن انخفض التداول في السهم بصورة كبيرة للغاية، فإنه يتم إلغاء التسجيل بواسطة البورصة، وبالتالي يتوقف التعامل فيها، كما يتم إلغاء تسجيل السهم إذا تم اندماج الشركة في شركة أخرى أو يتم شرائها بواسطة شركة أخرى، وفي الحالات الأخرى يمكن أن يكون هناك تجميد التداول، بمعنى توقف مؤقت عن التعامل بالسهم، ويحدث هذا التجميد عادة إذا انخفض حجم التعامل بصورة غير طبيعية، بسبب انتشار شائعات لا تستند إلى أساس، بأن هناك محاولة السيطرة على الشركة من جانب شركة أخرى، أو أن تعلن الشركة قريبا عن أرباح ربع (٤/١) سنوية مخفضة للغاية[٢].

- وتظهر شروط إلغاء التسجيل إذا تحقق أي شرط من هذه الشروط الآتية: انخفاض عدد حائزي الأسهم الذين يملكون ١٠٠ سهم أو أكثر إلى أقل من ١٢٠٠ مساهم، انخفاض عدد الأسهم المتداولة عن ٦٠٠٠٠٠ سهم، انخفاض إجمالي القيمة السوقية للأسهم المتداولة عن ٥ ملايين دولار، ويمكن أن تسجل الورقة المالية في أكثر من بورصة واحدة، كما يمكن أن تلغي البورصة التسجيل لأسباب أخرى تراها جوهرية.

---

١- Alexander, Gordon J., William F. Sharpe and Jeffrey v, Bailey, "Fundamentals of investments", ٢nd ed. (pent ice -Hall inc), ١٩٩٣.

٢- بوكساني رشيد، "معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها"، مرجع سابق.

وتتلخص الشروط العامة للتسجيل في بورصة نيويورك في:

- يكون للشرطة مكانتها في بورصة نيويورك.

- تكون الشركة مستقرة داخل الصناعة ولها وضع مميز.

- تنتمي الشركة إلى صناعة تتميز بالتوسع و النمو

ويوجد أربع مجموعات للعضوية في بورصة نيويورك لكل منها أنشطة محددة:

- السماسرة والوكلاء: وهم يتلقون الأوامر التي يرسلها جمهور المتعاملين إلى بيوت السمسرة و يتأكدون من إتمام تنفيذها داخل البورصة.

- سماسرة المقصورة: ويقومون بمساعدة السماسرة والوكلاء في تنفيذ جميع الأوامر التي تتدفق عليهم.

- تجار المقصورة: وهم يعملون لحسابه ولا يقومون بتنفيذ أوامر المستثمرين ويطلق عليهم تجار السوق أو التجار المنافسين.

- المتخصصون: يقومون بمهمتين أساسيتين عندما يعجز السمسار الوكيل عن تنفيذ أمر محدد بسبب انخفاض سعر السهم السوقي عن السعر المحدد فان هذا الأمر يترك مع المتخصصين لتنفيذه في المستقبل، وبذلك يقوم المتخصص بدور الوكيل لسمسار العميل، أو بتعبير آخر يعمل كسمسار لسمسار، كما يقوم بدور التاجر في أسهم محددة بذاتها، بمعنى قيام المتخصص ببيع وشراء أسهم معينة لحسابه الخاص و يحقق من ورائها ربح مناسب.

كما يوجد نظام NASDAQ وهو نظام التداول خارج البورصة الذي يسمح بالتعامل على مدى ٢٤ سنة مع البورصات العالمية و يطلق عليها: " The National Associatio Of Securities Dealers Automated Cotations System"، وهو يضم حوالي ٣٠٠٠ وكيل و٣٠٠ وسيط بالعمولة[1].

ثانياً: واقع أداء بورصة نيويورك خلال الفترة (٢٠٠٩ - مارس ٢٠١٤)

سيتم رصد أداء بورصة نيويورك خلال فترة الدراسة من التركيز على أداء وحركة مؤشري (داو جونز الصناعي) و(ستاندرد آند بورز) وكذلك المؤشرات الفرعية، وذلك على النحو التالي:

خلال العام ٢٠٠٩ تحسن المؤشر العام لبورصة نيويورك بشكل عام، حيث ارتفع مؤشر CAC-٤٠ بنسبة ٢٢,٣٢٩%،كما ارتفع مؤشر AEX أمستردام من أقوى من المؤشرات الرئيسية بنسبة ٣٦,٣٥٪ على مدى عام كامل، وارتفع مؤشر بورصة نيويورك

١-________________ , "Rules & Interpretations", NYSE Euronext, available on: http://www.nyse.com/regulation/rules/١١٤٥٤٨٦٤٧٢٠٣٨.html.

المركب بنسبة ٢٤,٨٠٪، وأظهرت بورصة نيويورك (أركا) تحسن بنسبة (+١٢٤٪)، مما يشير إلى ارتفاع المؤشرات ٣ - ٢ مرات أكثر من تراجعها في عام ٢٠٠٨[1].

وخلال العام ٢٠١٠ زاد العدد الإجمالي للأمر وشهادة منتجات وصناديق الاستثمار المتداولة المرتبطة بمؤشرات بورصة نيويورك يورونكست الاوروبية بنسبة ٣٨٪ و١٨٪ على التوالي، مع متوسط حجم التداول اليومي للخيارات والعقود الآجلة على AEX، ٤٠ CAC و٢٠ PSI زيادة بنسبة ٦٪، ووصل خيار التداول في بورصة نيويورك (أميكس) استنادا إلى مؤشرات بورصة نيويورك (أركا) إلى نسبة نمو ٥٢٤٪ في العام ٢٠١٠.

وكان أداء مؤشر الأسهم القيادية لمؤشرات يورونكست مختلطة، حيث خسر مؤشر ٤٠ CAC بنسبة ٣,٣٤٪ في عام ٢٠١٠، في حين أن مؤشر كاك ٢٠ عاد ٢٨,٢٥٪، وارتفع مؤشر AEX-أمستردام من المؤشرات الرئيسية بنسبة ٥,٧٤٪، وزارد مؤشر ٢٠ BEL بنسبة ٢,٦٧٪؛ في حين أن مؤشر PSI٢٠ خسر ١٠,٣٤٪[2].

وخلال العام ٢٠١١ أطلقت المجموعة مؤشر جلوبل ١٣ مؤشرات جديدة و٦٢ صافي/إجمالي مؤشرات عودة جديدة، أهمهم: مؤشر NYSE - BNEF الأمريكتين الطاقة النظيفة، ومؤشر آسيا وأوقيانوسيا الطاقة النظيفة في بورصة نيويورك، وبورصة نيويورك BNEF - BNEF أوروبا والشرق الأوسط ومؤشر الطاقة النظيفة أفريقيا، هذه المؤشرات الإقليمية الثلاث في الوقت الحاضر تتبع سلة من بين ١٢٥ و٣٢٥ شركة مع التعرض المعتدل، أو أكبر، على الطاقة المتجددة والتكنولوجيات الذكية للطاقة.

بالإضافة إلى ذلك تم إطلاق أكثر من ٢٢٠ قيم التداول اليومي الإرشادية (IIVs) لدعم المنتجات المتداولة (ETP) القوائم، وارتفع مؤشر بورصة نيويورك يورونكست بنسبة ٤٠٪، وظلت عدد من صناديق المؤشرات المتداولة (الصناديق) على مؤشر المجموعة الأسواق

---

١_-____________________ , NYSE Euronext Global Index Group Announces ٢٠٠٩ Performance of Indices, mondo visione, ١١/١/٢٠١٠, available on:
http://www.mondovisione.com/media-and-resources/news/nyse-euronext-global-index-group-announces-٢٠٠٩-performance-of-indices-benchmark/.

٢_ __________________ , NYSE Euronext Global Index Group Announces ٢٠١٠ Performance of Indices, NYSE Euronext, ٢٠١٠,:available on:
http://www.nyse.com/press/١٢٩٥٥٢٢٦٩٢٩٦٩.html.

العالمية الأوروبية مستقرة، وانخفض حجم المؤشرات الفرعية قليلا مع متوسط حجم التداول اليـومي عـلى ® AEX، CAC ٤٠، BEL ٢٠ وPSI ٢٠، بلغت نسبته ٣,٥٪[1].

وخلال العام ٢٠١٢ أطلقت بورصة نيويورك يورونكست مـؤشرات الأرقـام القياسـية الجديـدة ٥٣ و١٧ صافي/ إجمالي مؤشرات عودة جديدة، وتشمل مؤشرات جديـدة عـلى X١٠ NR ٤٠ CAC الرافعـة الماليـة وكاك ٤٠ GR ‏X١٠، الرفع المالي (X٣، X٤، X٥، X٦، X٧) و٥ مـؤشرات قصـير (X٣، -X٤-، X٥، -X٦، X٧-) على مؤشر AEX حيث، بالإضافة إلى (X٣، X٤، X٥) و٣ قصير (X٣، -X٤-، X٥-) على مؤشر AMX، ومؤشر Midcap أمستردام.

وفي مايو تم إطلاق مؤشر القرن لبورصة نيويورك، بهدف قياس أداء الشركات الأمريكيـة المقيمـين التـي يزيد عمرها عن ١٠٠ سنة ولا يقل عن ١٠ عاما ولها قيمتها السوقية في لا يقل عـن ١ مليـار دولار، وذلـك باستخدام مجموعة من المعايير التي يقيم حجم الشركة والأداء المالي على مدى فترة ١٠ عاما، تقـدم مـؤشر التعرض لمجموعة متنوعة من الشركات من تسعة قطاعات رئيسية.

وتميـز أداء مـؤشر CAC منخفضـة المخـاطر ومنخفضـة المخـاطر AEX بنسـبة ١٥,٠٢٪ و٩,٠٤٪ عـلى التوالي، وارتفعت نسبة المؤشرات الفرعية المرتبطة ببورصة نيويورك يورونكست بنسـبة ٢٪، وكـان أكـثرهم ارتفاعاً هما مؤشري CAC ٤٠ وBEL ٢٠[2].

وخلال العام ٢٠١٣ هبط مؤشر فيكس بنسبة ٢٣,٩%، وهـو أكـبر هبـوط سـنوي لمـا يطلـق عليـه "مؤشر الخوف" منذ عام ٢٠٠٩، كما ارتفع مؤشر داو جونز بنسبة ٢٦,٥% مسـجلا أفضـل أداء سـنوي له منذ ١٩٩٥، حيث ارتفع ٧٢,٣٧ نقطة أو ٠,٤٤% ليغلـق عـلى ١٦٥٧٦,٦٦، وزاد سـتاندرد آنـد بـورز ٥٠٠ بنسبة ٢٩,٦%، مسجلا أيضا أفضل أداء سنويا منذ ١٩٩٧، حيث ارتفع ٧,٢٩ نقـاط أو ٠,٤٠% إلى ١٨٤٨,٣٦ نقطة، وصعد مؤشر ناسداك المجمع الذي تغلب عليـه أسـهم التكنولوجيـا ٢٢,٣٩ نقطـة أو ٠,٥٤% إلى ٤١٧٦,٥٩ نقطة.

---

١_ ______________________ , NYSE Euronext Global Index Group Announces ٢٠١١ Performance of Indices, NYSE Euronext, ٢٠١١,:available on:
http://www.nyse.com/press/١٣٢٧٣١٦٠٢٥٤١٦.html.

٢_ ______________________ , NYSE Euronext Global Index Group Announces ٢٠١١ Performance of Indices, NYSE Euronext, ٢٠١١,:available on:
http://www.nyse.com/press/١٣٥٨٣٣٤٩٢٠٩٩٦.html

وأنهت جميع المؤشرات العشرة الفرعية المدرجة في ستاندرد اند بوزر العام على مكاسب مـع اسـتفادة المستثمرين من إجراءات التحفيـز غـير العاديـة مـن البنـك المركـزي الأمـيركي في عـام شـهد أدنى قـدر مـن المنغصات أبرز توقفا جزئيا لعمليات الحكومة الأميركية وأيضا إعلان مجلـس الاحتيـاطي الاتحـادي مـؤخرا بدء تقليص برنامجه الشهري لمشتريات السندات ردا على تحسن أداء الاقتصاد[1].

وخلال الربع الأول من العام ٢٠١٤ ارتفعـت مـؤشرات بورصـة نيويـورك يورونكسـت مجمعـة بنسـبة ٠,٩٨%، وارتفع مـؤشر بورصـة نيويـورك الولايـات المتحـدة ١٠٠ (NY.ID) بنسـبة ١,٩٤٪، وارتفـع مـؤشر بورصة نيويورك القرن (القرن) بنسبة ١,٤٠٪[2].

---

١- ــــــــــــــــــــــــــــ "أفضل عام منذ التسعينات وول ستريت تتغلـب عـلى (مـؤشر الخـوف)"، البيـان الاقتصادي، يناير ٢٠١٤، متاح على:

http://www.albayan.ae/economy/the-world-today/٢٠١٤-٠١-٠٢-١,٢٠٣٢٦٨٠.

٢ــــــــــــــــــــــــــــــ , NYSE Euronext Global Index Group Announces March ٢٠١٤ Performance of Indices, NYSE Euronext, ٢٠١٤,:available on:

https://nyse.nyx.com/indices/index-reports.

المبحث الثالث: واقع أداء بورصة لندن للاوراق المالية

يعتبر الاقتصاد البريطاني واحد من الاقتصاديات العالمية الكبرى، كما أنها محور رئيسي في اقتصاديات الاتحاد الأوروبي، لذا فأن استقرار وحدات ومكونات هذا الاقتصاد أمر حيوي بالنسبة لجميع دول المنطقة، لذا نجد أن بريطانيا حاولت إنعاش اقتصادها والتعافي بعد الانحسار الكبير الذي واجهته اغلب اقتصاديات العالم في عام ٢٠٠٨، إلا أن خطط الإصلاح سارت بشكل ببطء في العام ٢٠٠٩ حيث انكمش الاقتصاد البريطاني بنسبة ٣,٨%، كما أن ناتج قطاع التشييد والبناء تعرض لأكبر انخفاض سنوي منذ بدأ الاحتفاظ بسجلاته عام ١٩٤٤. كما أن التراجع السنوي لناتج قطاع الخدمات هو الأكبر منذ بدأت السجلات عام ١٩٥٥[1].

إضافة إلى ذلك فقد اختتم الاقتصاد البريطاني أداءه خلال العام ٢٠١٠ بتراجع مفاجئا خلال الأشهر الثلاثة الأخيرة من العام، حيث سجل الاقتصاد انكماشا بلغ ٠,٥% خلال الربع المنتهي في ديسمبر ٢٠١٠، كما انخفضت الأنشطة في مجال قطاع الإنشاء بمقدار ٣,٣% خلال الربع ذاته، وفي المقابل سجل قطاع التصنيع أكبر نسبة من النمو بلغت ١,٤%[2].

وفي العام ٢٠١١ تأثر الاقتصاد البريطاني بتفاقم أزمة الديون السيادية وتردي الأوضاع الاقتصادية العالمية، مما إلى تصاعد حالة عدم اليقين ولم يُحرز الاقتصاد التقدم الاقتصادي الذي كان متوقعاً عند بداية العام، حيث بلغ معدل النمو الاقتصادي خلال الربع الأول نحو ٠,٤% وتراجع خلال الربع الثاني إلى ٠,١% ولكنه عاد ليتحسن خلال الربع الثالث إلى ٠,٦%، ولكن تبقى وتيرة النمو هذه متواضعة وغير مشجعة، كما أن معدل التضخم ارتفع منذ بداية العام من ٤% ليصل إلى أعلى مستوياته خلال شهر أكتوبر عند ٥,٢%، إلا أنه عاود التراجع بعد ذلك مسجلاً في ديسمبر مستويات ٤,٨%[3].

وفي عام ٢٠١٢ لم يحقق الاقتصاد البريطاني نموا تقريبا، وذلك فيما عدا الربع الثالث، حيث ساهمت دورة الألعاب الأولمبية في تنشيط النمو ولكن بشكل مؤقت، غير أن معدل

١- ــــــــــــــ "الغرف التجارية البريطانية: الاقتصاد البريطاني ينكمش بنسبة ٤,٣% عام ٢٠٠٩"، سيريانيوز، ٢٠٠٩/٩/٧، متاح على:
http://syria-news.com/readnews.php?sy_seq=١٠١٠٦٨.

٢- ــــــــــــــ "تراجع الاقتصاد البريطاني ٠,٥% في ثلاثة أشهر"، بي بي سي العربية، ٢٠١١/١/٢٥، متاح على:
http://www.bbc.co.uk/arabic/business/٢٠١١/٠١/١١٠١٢٥_uk_economy.shtml.

٣- ــــــــــــــ "عام آخر من عدم اليقين؛ ضعف متوقع في النصف الأول و لكن انتعاش في النصف الثاني لعام ٢٠١٢"، متاح على:
http://www.icn.com/Panorama-٢٠١٢/ar/outlook/uk.htm.

النمو ككل تراجع بمعدل ٠,٣%، متأثرا بصورة أساسية بتراجع الناتج في القطـاع الصـناعي بمعـدل ١,٥%، في الوقت الذي لم ينم فيه قطاع الخدمات، بينما أخذت معدلات الإفلاس بين الشركات البريطانية في التسـارع، وهو ما ساهم في دخول الاقتصاد البريطاني مرحلة الكساد للمرة الثالثة[١].

أما العام ٢٠١٣ فقد جاء بمثابة المنقذ حيث تسارعت وتيرة نمو الاقتصاد البريطاني في الفـترة بـين يوليـو وسبتمبر إلى أعلى معدل في أكثر من ٣ سنوات لتعزز الانتعاش المفاجئ الذي يدعم موقـف الحكومـة، كـما إن الناتج المحلي الإجمالي زاد بنسبة ٠,٨% في الربع الثالث مقارنة مـع زيـادة بنسـبة ٠,٧% في الفـترة بـين أبريل ويونيو، وبلغ النمو الفصلي والمعدل السـنوي نحـو ١,٥%، وبـذلك يكـون حقـق الاقتصـاد البريطـاني انتعاشاً مفاجئاً منذ أوائل عام ٢٠١٣ حين تجنب الانزلاق إلى الركود ومنذ ذلك الحين فاقـت سرعتـه أغلـب الاقتصاديات المتقدمة الأخرى[٢].

وفي الربع الأول من العام ٢٠١٤ حقق الاقتصاد البريطاني نمو بنسبة ٠,٨%، وذلك نتيجة اتخاذ إجراءات من أجل تحقيق انتعاش واسع النطاق[٣].

أولاً: الإطار التشريعي والتنظيمي لبورصة لندن

يوجد على رأس البورصة الإنجليزية منذ عام ١٩٤٨م ما يعرف بمجلس البورصة، الـذي يضـم ٤٦ عضـوا يجري تعيينهم من ضمن أعضاء البورصة، على أن يتم انتخـاب سـنويا ثلـث (٣/١) الأعضـاء لهـذا المجلـس سنويا، من قبل أعضائه السابقين، ويقوم المجلس بلعب الأدوار الثلاثة الآتية[٤]:

- دور إداري: يتمثل بإدارة مجلـس البورصـة، إذ أن هـذا المجلـس يبـث في القبـول والفصـل أو إعـادة القبول السنوي للأعضاء.

- دور تقني: يتمثل بالبث في تسجيل القيم بغية تسعيرها، وبتحديد آلية العمليات.

- دور قضائي: يتمثل في الفصل في كل نزاع لا يرفع أمام المحكمة عادية.

وأعضاء البورصة الذين يعينون من قبـل المجلـس يتوزعـون بـين Brokers وهـم الـوكلاء الذين يشترون ويبيعون لحساب الزبائن، ويقومون بعمليات على مختلف القـيم، وJobbers

---

١- محمد إبراهيم السقا، "الاقتصاد البريطاني يستعد للانزلاق نحو التراجع الثلاثي"، العربية، ٢٠١٣/٣/١٥٨، متاح على: http://www.alarabiya.net/ar/aswaq/economy

٢- ـــــــــــــــــــــــ "أسرع وتيرة نمو للاقتصاد البريطاني منذ ٢٠١٠"، سكاي نيوز عربية، ٢٠١٣/١٠/٢٥، متاح على: http://www.skynewsarabia.com/web/article

٣- ـــــــــــــــــ "نمو الاقتصاد البريطاني بـ٠,٨% خلال الربع الأول من ٢٠١٤"، المصري اليوم، ٢٠١٤/٤/٢٩، متاح على: http://www.almasryalyoum.com/news/details/٤٣٧٦١٥ .

٤- بوكساني رشيد، "معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها"، مرجع سابق.

وهم أولئك الذين يشترون ويبيعون لحسابهم الخاص ويعتبرون مضاربين بالأوراق المالية، حيث تنشأ أرباحهم عن الفارق الحاصل بالأسعار، كما أنهم يعملون حصرا مع.Brokers

أما فيما يخص القيم المسعرة في بورصة لندن التي كان عددها لا يتجاوز الثلاثين في عام ١٨١٥م، فقد أصبح اليوم بحدود عشرة آلاف، ويقوم مجلس البورصة بتسجيل التسعير الرسمي، أو الشطب منه، ويوضح التسجيل الرسمي أسعار الشراء والبيع المطبقة من قيل Jobbers الأساسي لكل القيم، وإلى جانب أسعار العمليات الحاصلة تنشر أيضا أسعار Reports وDeports وأسعار العمليات على الأوراق المالية غير المقبولة في التسعير الرسمي، ومنذ عام ١٩٧٢م انتقلت بورصة لندن للقيم المنقولة إلى المقر الجديد وتمت عصرنتها على صعيد واسع بإدخال نظام معلوماتي TALISMAN الذي حل وبدأ العمل به منذ عام ١٩٧٧م، إلى حد بعيد مكان تدوين "القيد الدفتري" وسمح لاحقا باستخدام أكثر فاعلية لأجهزة المعلوماتية المتطورة[١].

ومن أهم قواعد الإفصاح في سوق لندن للأوراق المالية، والتي تعد أكثر القواعد نضوجًا بسبب تاريخها الطويل في التشريعات الخاصة بالأوراق المالية[٢]:

- ينبغي على أعضاء مجلس الإدارة في الشركات المدرجة الإعلان عن ملكيتهم ومصالحهم في شركاتهم بموجب إشعار خطي في خلال أسبوعين، ويوضح ذلك الإشعار عدد الأسهم ومستوى الملكية في تلك الشركة.

- ينبغي الإبلاغ فورا عن أي تغيير في المعلومات التي تم تقديمها سابقا إلى سوق لندن للأوراق المالية، وكذلك إذا ابرم عضو مجلس الإدارة عقدا لبيع أو شراء مستوى معين من الملكية في الشركة المدرجة فإنه ينبغي إبلاغ سوق لندن للأوراق المالية بذلك.

- ينبغي على الشركات المدرجة إبلاغ سوق لندن للأوراق المالية بأي تغيير في قائمة الملكية سواء اشترى أسهم الشركة عضو مجلس إدارة أو مستثمر.

- ينبغي إتاحة سجل المساهمين عند قيام سوق لندن للأوراق المالية بمعاينة سجلات الشركة في الموقع.

- ينبغي الإعلان عن أي مساهمة جوهرية (فوق ٥%) في أي شركة مدرجة فورا إلى سوق لندن للأوراق المالية والى هيئة لجنة الصرف.

- ينبغي على المساهمين إعطاء إشعار آخر إذا حصلوا على أية أسهم أخرى.

---

١- ______________ , "Rules and regulations", London Stock Exchange, available on: http://www.londonstockexchange.com/traders-and-brokers/rules-regulations/rules-regulations.htm.

٢- عمر عبد الحميد سالمان، "الآثار الاقتصادية والأسواق العملات الأوروبية"، مرجع سابق.

وبالإضافة فقد أنشأت سوق لندن للأوراق المالية عام ١٩٩٥ شركة تحت اسم "ايه أي ام" (AIM)، وهي السوق العالمي لسوق لندن للأوراق المالية بالنسبة للشركات الصغيرة والنامية، وتتراوح هذه الشركات بين شركات صغيرة ومشاريع مشتركة وشركات نامية وكذلك شركات راسخة، والغرض من استحداث شركة "ايه أي ام" هو إتاحة الفرصة للشركات الصغيرة من أي بلد في الحصول على رأسمال في سوق لندن للأوراق المالية، ومن أهم قواعد الإفصاح في شركة "ايه أي ام"[١]:

- ينبغي الإعلان عن جميع المعاملات الملموسة (فوق ١٠%) إلى "أيه أي ام" فورًا.

- ينبغي على أعضاء مجلس الإدارة تسجيل معاملاتهم وإبلاغ "أيه أي ام" خطيا وفورًا وبصورة مناسبة، وكذلك أية تغييرات في معاملات أعضاء مجلس الإدارة ينبغي الإعلان عنها فورًا.

- ينبغي على الشركات المدرجة الإفصاح عن أية تغييرات جوهرية في حسابات المساهمين بغض النظر عن نوع المساهم.

- من غير المفترض على أعضاء مجلس الإدارة والموظفين التعامل فترة إغلاق السوق.

ثانياً: واقع أداء بورصة لندن خلال الفترة (٢٠٠٩ - ٢٠١٤)

لقد تم الاعتماد على التقرير السنوي الصادر عن بورصة لندن؛ لرصد أداءها خلال فترة الدراسة، وفقاً لمجموعة من المؤشرات:

- حجم السوق

خلال العام ٢٠٠٩ تم تداول نحو ١٢,٨١٠,٥٩٠,١١٠ سهم داخل سوق لندن وذلك بقيمة ٢,١٧١,١٧٣,١٢٩ جنيه إسترليني[٢].

وخلال العام ٢٠١٠ نجحت بريطانيا في سيطرة على تداعيات الأزمة المالية العالمية، حيث ارتفع عدد الأسهم المتداولة داخل سوق لندن لتصل إلى ١٤٦,٣٢٨,٦٨٢,٠٥٦ سهم، وذلك بقيمة ٣٢,٧١٦,٦٨٤,٩٦٧ جنيه إسترليني[٣].

وخلال العام ٢٠١١ استمر عدد الأسهم المتداولة داخل سوق لندن في ارتفاع حيث وصل إلى ١٧٦,٨٧١,٢٣٤,٢٩٨ سهم، وذلك بقيمة ٣٨,٦٠٦,٨٧٠,٥٦٤ جنيه إسترليني[٤].

---

١- ـــــــــــ دراسة بعنوان "أهم البورصات وهيئات أسواق المال نشأتها – أهميتها – أهدافها"، مرجع سابق، ص ٥٦.

٢- التقرير السنوي لبورصة لندن، بورصة لندن،النسخة العربية، ٢٠٠٩.

٣- التقرير السنوي لبورصة لندن، بورصة لندن، النسخة العربية، ٢٠١٠.

٤- التقرير السنوي لبورصة لندن، بورصة لندن، النسخة العربية، ٢٠١١.

وخلال العام ٢٠١٢ انخفض عدد الأسهم المتداولة داخل سوق لندن بشكل ملحوظ حيث وصلت إلى ١٢,٢٨٧,٣٤٥,٣١٦ سهم. وذلك بقيمة ١,٦٧٤,٤١٤,٥٦٥ جنيه إسترليني[1].

وخلال العام ٢٠١٣ ارتفع عدد الأسهم المتداولة داخل سوق لندن لتصل إلى ٣٠٧,٤٥٢,٤٦٠,٦٩٤ سهم، وذلك بقيمة ٣١,٧٢٧,٩٧١,٨٢١ جنية إسترليني[2].

وخلال الربع الأول من العام ٢٠١٤ وصل عدد الأسهم المتداولة داخل سوق لندن نحو ٨٦,١٦٥,٧٨٥,١٣٥ سهم، وذلك بقيمة ١٣,٥١٧,٧٦٧,٢١٦ جنيه إسترليني[3].

جدول رقم (٤٠)

حجم السوق في بورصة لندن خلال الفترة (٢٠٠٩- مارس ٢٠١٤)[4].

| السنة | عدد الأسهم | قيمة الأسهم (بالجنية الإسترليني) |
|---|---|---|
| ٢٠٠٩ | ١٢,٨١٠,٥٩٠,١١٠ | ٢,١٧١,١٧٣,١٢٩ |
| ٢٠١٠ | ١٤٦,٣٢٨,٦٨٢,٠٥٦ | ٣٢,٧١٦,٦٨٤,٩٦٧ |
| ٢٠١١ | ١٧٦,٨٧١,٢٣٤,٢٩٨ | ٣٨,٦٠٦,٨٧٠,٥٦٤ |
| ٢٠١٢ | ١٢,٢٨٧,٣٤٥,٣١٦ | ١,٦٧٤,٤١٤,٥٦٥ |
| ٢٠١٣ | ٣٠٧,٤٥٢,٤٦٠,٦٩٤ | ٣١,٧٢٧,٩٧١,٨٢١ |
| مارس ٢٠١٤ | ٨٦,١٦٥,٧٨٥,١٣٥ | ١٣,٥١٧,٧٦٧,٢١٦ |

(*) تم إعداد الجدول بتصريف من الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية لبورصة لندن.

- عدد الشركات المدرجة في بورصة لندن

خلال العام ٢٠٠٩ وصل عدد الشركات المدرجة في بورصة لندن (الشركات البريطانية والعالمية) نحو ١٢٩٣ شركة بقيمة سوقية تساوي ٥٧,٧٢٣ جنية إسترليني. وذلك بواقع ١٠٢٦ شركة بريطانية بقيمة سوقية تساوي ١,٧٣١,٢٩١ جنية إسترليني، وعدد ٩٦ شركة عالمية بقيمة سوقية تساوي ٣٤٢,٢٦٠ جنيه إسترليني[5].

أما خلال العام ٢٠١٠ انخفض عدد الشركات المدرجة في بورصة لندن (الشركات البريطانية والعالمية) حيث وصلت إلى ١١٩٤ شركة بقيمة سوقية تساوي ٧٩,٢٣٧,٣ جنيه

١- التقرير السنوي لبورصة لندن، بورصة لندن، النسخة العربية، ٢٠١٢.
٢- التقرير السنوي لبورصة لندن، بورصة لندن، النسخة العربية، ٢٠١٣.
٣- التقرير ربع السنوي لبورصة لندن، بورصة لندن، النسخة العربية، ٢٠١٤.
٤- تم إعداد الجدول بتصريف من الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية لبورصة لندن.
٥- التقرير السنوي لبورصة لندن، بورصة لندن، ٢٠٠٩.

إسترليني. وذلك بواقع ١٠٠٤ شركة بريطانية بقيمة سوقية تساوي ١,٩٥٢,٢٣٧,٩ جنية إسترليني. وعدد ٨٧ شركة عالمية بقيمة سوقية تساوي ٢٧٩,٠١٥,٦ جنيه إسترليني[١].

وفي العام ٢٠١١ انخفض عدد الشركات المدرجة في بورصة لندن (الشركات البريطانية والعالمية) حيث وصلت إلى ١١٤٠ شركة بقيمة سوقية تساوي ٦٢,١٨٩,٥ جنيه إسترليني، وذلك بواقع ٩٩١ شركة بريطانية بقيمة سوقية تساوي ١,٨٢٤,٠٨٤,٥ جنية إسترليني، وعدد ٨٤ شركة عالمية بقيمة سوقية تساوي ٢٨٧,٥٠١ جنيه إسترليني[٢].

وفي العام ٢٠١٢ استمر انخفاض عدد الشركات المدرجة في بورصة لندن (الشركات البريطانية والعالمية) حيث وصلت إلى ١٠٩٦ شركة بقيمة سوقية تساوي ٦١,٧١٤,٧ جنيه إسترليني. وذلك بواقع ٩٢٩ شركة بريطانية بقيمة سوقية تساوي ١,٩٦٣,٢٦٩,٤٠ جنية إسترليني، وعدد ٧١ شركة عالمية بقيمة سوقية تساوي ٢٦٥,٢٦٧ جنيه إسترليني[٣].

وفي العام ٢٠١٣ وصل عدد الشركات المدرجة في بورصة لندن (الشركات البريطانية والعالمية) إلى ١٠٨٧ شركة بقيمة سوقية تساوي ٧٥,٩٢٨,٦ جنيه إسترليني، وذلك بواقع ٩٢٤ شركة بريطانية بقيمة سوقية تساوي ٢,٣٠٧,٢٣٦,٤ جنيه إسترليني، وعدد ٦٦ شركة عالمية بقيمة سوقية ٣٥٨,٥٥٦,٤ جنيه إسترليني[٤].

وخلال الربع الأول من العام ٢٠١٤ وصل عدد الشركات المدرجة في بورصة لندن (الشركات البريطانية العالمية) إلى ١٠٩٤ شركة بقيمة سوقية تساوي ٧٨,٠٤٩,٥ جنيه إسترليني، وذلك بواقع ٩٢٧ شركة بريطانية بقيمة سوقية تساوي ٢,٢٤٠,٠٣٦,٦ جنيه إسترليني، وعدد ٦٥ شركة عالمية بقيمة سوقية ٣٠٩,٨٢٧,١ جنيه إسترليني[٥].

---

١- التقرير السنوي لبورصة لندن، بورصة لندن، ٢٠١٠.
٢- التقرير السنوي لبورصة لندن، بورصة لندن، ٢٠١١.
٣- التقرير السنوي لبورصة لندن، بورصة لندن، ٢٠١٢.
٤- التقرير السنوي لبورصة لندن، بورصة لندن، ٢٠١٣.
٥- التقرير ربع السنوي لبورصة لندن، بورصة لندن، ٢٠١٤.

جدول رقم (٤١)

عدد الشركات المدرجة (بريطانية وعالمية) في بورصة لندن خلال الفترة (٢٠٠٩- مارس ٢٠١٤)[١].

| السنة | عدد الشركات | القيمة السوقية للشركات (بالجنية الإسترليني) |
|---|---|---|
| ٢٠٠٩ | ١٢٩٣ | ٥٧,٧٢٣ |
| ٢٠١٠ | ١١٩٤ | ٧٩,٢٣٧,٣ |
| ٢٠١١ | ١١٤٠ | ٦٢,١٨٩,٥ |
| ٢٠١٢ | ١٠٩٦ | ٦١,٧١٤,٧ |
| ٢٠١٣ | ١٠٨٧ | ٧٥,٩٢٨,٦ |
| مارس ٢٠١٤ | ١٠٩٤ | ٧٨,٠٤٩,٥ |

(*) تم إعداد الجدول بتصريف من الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية لبورصة لندن.

- تطور مؤشرات القطاعات

خلال العام ٢٠٠٩ احتل قطاع الغاز والطاقة المرتبة الأولى بقيمة ٥٠١,٣٠٤,٢٦٠ جنية إسترليني وذلك بنسبة مساهمة بلغت نحو ٧٣,٢٦٧ ووصل عدد الأسهم إلى ٣,١٩٢,٤٩٧,٠٢٣ سهم، فيما احتل المرتبة الثانية قطاع المواد بقيمة ٣٦٥,٢٨٠,٢١٧ جنيه إسترليني وذلك بنسبة مساهمة بلغت نحو ٤٧,٩٧٥ ووصل عدد الأسهم إلى ٢,٩٧٤,٣٣٠,١٣١ سهم، وجاء في المرتبة الثالثة قطاع الصناعة بقيمة ٢٤٦,١٩٥,٦٢١ جنيه إسترليني وذلك بنسبة مساهمة بلغت نحو ٢٨,٦٢٣ ووصل عدد الأسهم إلى ٥٨٧,٩٢٤,٩٨٥ سهم، بينما جاء في المرتبة الرابعة قطاع السلع الاستهلاكية بقيمة ٥٢,٦٢١,٨٩٠ جنيه إسترليني وذلك بنسبة مساهمة بلغت نحو ٩,٠٣٥ ووصل عدد الأسهم إلى ٨١٠,١٠٤,٥١٨ سهم[٢].

أما خلال العام ٢٠١٠ استحوذ قطاع الغاز والطاقة أيضاً على المرتبة الأولى بقيمة ١,٥٦٦,٨٨٠,٦٠٥ جنيه إسترليني، وذلك بنسبة مساهمة بلغت نحو ٢١٦,٢٤١ ووصل عدد الأسهم إلى ٣,٩٢٤,٣١٠,٤٠ سهم، فيما احتل المرتبة الثانية قطاع المواد بقيمة ٨٨٢,٤٠٠,٥٤٥ جنيه إسترليني وذلك بنسبة مساهمة بلغت نحو ١٢٨,٦١٢ ووصل عدد الأسهم إلى ٥,٦٤٠,٩٠١,٨٦٣ سهم، وجاء في المرتبة الثالثة قطاع الصناعة بقيمة ٢٤٢,٥٥٦,٣١٠ جنيه إسترليني وذلك بنسبة مساهمة بلغت نحو ٤٠,٦٩١ ووصل عدد الأسهم إلى ٩٥٣,٦٢٧,٣٩١ سهم، بينما جاء في المرتبة الرابعة قطاع السلع الاستهلاكية

١- تم إعداد الجدول بتصريف من الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية لبورصة لندن.

٢- التقرير السنوي لبورصة لندن، بورصة لندن، ٢٠٠٩.

بقيمة ٣٧,٢٣١,٢٢٩ جنيه إسترليني وذلك بنسبة مساهمة بلغت نحو ٣,٦٦٦ ووصل عدد الأسهم إلى ١٩٣,٣٠٨,٧١٤ سهم[١].

وفي العام ٢٠١١ تراجع مكانة قطاع الغاز والطاقة حيث حصل على قيمة ٩٢٩,١١٢,٠٨٣ جنيه إسترليني، وذلك بنسبة مساهمة بلغت نحو ١٧٢,٤٩٦ ووصل عدد الأسهم إلى ٤,٧٥٩,٧٦٧,٤٥٥ سهم، وتقدم قطاع المواد بنسبة كبيرة بقيمة ٥١٠,٥٥٧,٢٦١ جنيه إسترليني وذلك بنسبة مساهمة بلغت نحو ٨٤,٨٠٦ ووصل عدد الأسهم إلى ٢,٥١٩,٨٧٢,٠٢٣ سهم، وجاء في المرتبة الثالثة قطاع الصناعة بقيمة ١٦٣,٢٥٢,٥٧١ جنيه إسترليني وذلك بنسبة مساهمة بلغت نحو ١٧,٥١٧ ووصل عدد الأسهم إلى ٣١١,٣٧٥,١٥٠ سهم، بينما جاء في المرتبة الرابعة قطاع السلع الاستهلاكية بقيمة ٣٢,٣٣٨,٤٠٨ جنيه إسترليني وذلك بنسبة مساهمة بلغت نحو ٤,٧٤٦ ووصل عدد الأسهم إلى ١,٨٦٩,٠٥٣,٦٧٤ سهم[٢].

وفي العام ٢٠١٢ تصدر قطاع الغاز والطاقة المقدمة حيث حصل على قيمة ٥١٥,٢٨٣,٠٠٤ جنيه إسترليني، وذلك بنسبة مساهمة بلغت نحو ١٧٢,٤٩٦ ووصل عدد الأسهم إلى ٤,٧٥٩,٧٦٧,٤٥٥ سهم، وتقدم قطاع المواد بنسبة كبيرة بقيمة ٥١٠,٥٥٧,٢٦١ جنيه إسترليني وذلك بنسبة مساهمة بلغت نحو ٨٤,٨٠٦ ووصل عدد الأسهم إلى ٢,٥١٩,٨٧٢,٠٢٣ سهم، وجاء في المرتبة الثالثة قطاع الصناعة بقيمة ١٦٣,٢٥٢,٥٧١ جنيه إسترليني وذلك بنسبة مساهمة بلغت نحو ١٧,٥١٧ ووصل عدد الأسهم إلى ٣١١,٣٧٥,١٥٠ سهم، بينما جاء في المرتبة الرابعة قطاع السلع الاستهلاكية بقيمة ٣٢,٣٣٨,٤٠٨ جنيه إسترليني وذلك بنسبة مساهمة بلغت نحو ٤,٧٤٦ ووصل عدد الأسهم إلى ١,٨٦٩,٠٥٣,٦٧٤ سهم[٣].

وفي العام ٢٠١٣ حصل قطاع الغاز والطاقة على قيمة ٤١٦,٤٨٣,١٦ جنيه إسترليني. وذلك بنسبة مساهمة بلغت نحو ٨٣,٢٠٦ ووصل عدد الأسهم إلى ٣,١٠٠,٧٥٧,١٢٧ سهم. وحصل قطاع المواد على قيمة ٢٠٩,١١٧,٣٥٦ جنيه إسترليني وذلك بنسبة مساهمة بلغت نحو ٦٣,٥٨٩ ووصل عدد الأسهم إلى ٤,١٤٦,٧٣٧,٠٤٦ سهم، وجاء في المرتبة الثانية قطاع الصناعة بقيمة ٢٣٢,٠١٨,٤٦٢ جنيه إسترليني وذلك بنسبة

---

١- التقرير السنوي لبورصة لندن، بورصة لندن، ٢٠١٠.

٢- التقرير السنوي لبورصة لندن، بورصة لندن، ٢٠١١.

٣- التقرير السنوي لبورصة لندن، بورصة لندن، ٢٠١٢.

مساهمة بلغت نحو ٢٤,٨٩٥ ووصل عدد الأسهم إلى ٣٩٩,٣٦٦,٥٧٣ سهم، بينما جاء في المرتبة الرابعة قطاع السلع الاستهلاكية بقيمة ٥٣,٨٨٩,٨٥٩ جنيه إسترليني وذلك بنسبة مساهمة بلغت نحو ٦,٨٩٤ ووصل عدد الأسهم إلى ٧٤٤,٤١٦,٦٥٣ سهم[1].

وفي خلال الربع الأول من العام ٢٠١٤ حصل قطاع الغاز والطاقة على قيمة ٦٠٧,١٨٩,٩٢٢ جنيه إسترليني. وذلك بنسبة مساهمة بلغت نحو ١١٣,٢٧٧ ووصل عدد الأسهم إلى ٤,٥٤٥,٥٦٤,٧٣٠ سهم، وحصل قطاع المواد على قيمة ٢٧٣,٧٥٨,٨١٧ جنيه إسترليني وذلك بنسبة مساهمة بلغت نحو ٧٢,٨٤١ ووصل عدد الأسهم إلى ٦,٢٧١,٩٧٦,٤٦٨ سهم، تلى ذلك قطاع الصناعة بقيمة ٣٥٢,٢٩٢,٤٦٧ جنيه إسترليني وذلك بنسبة مساهمة بلغت نحو ٤٣,٣٩٢ ووصل عدد الأسهم إلى ٦١١,٦٠٦,٧٠٩ سهم، تلى ذلك قطاع السلع الاستهلاكية بقيمة ٨٤,٧٤٣,٣٣٦ جنيه إسترليني وذلك بنسبة مساهمة بلغت نحو ٨,٨٧٤ ووصل عدد الأسهم إلى ٥٦١,٠٥٦,٩٢٦ سهم[2].

جدول رقم (٤٢)

تطور القيمة السوقية للقطاعات في بورصة لندن (بالجنيه الإسترليني)

خلال الفترة (٢٠٠٩- مارس ٢٠١٤)[3].

| القطاع / السنة | قطاع الغاز والطاقة | قطاع المواد | قطاع الصناعة | قطاع السلع الاستهلاكية |
|---|---|---|---|---|
| ٢٠٠٩ | ٥٠١,٣٠٤,٢٦٠ | ٣٦٥,٢٨٠,٢١٧ | ٢٤٦,١٩٥,٦٢١ | ٥٢,٦٢١,٨٩٠ |
| ٢٠١٠ | ١,٠٦٦,٨٨٠,٦٠٥ | ٨٨٢,٤٠٠,٥٤٥ | ٢٤٢,٥٥٦,٣١٠ | ٣٧,٢٣١,٢٢٩ |
| ٢٠١١ | ٩٢٩,١١٢,٠٨٣ | ٥١٠,٥٥٧,٢٦١ | ١٦٣,٢٥٢,٥٧١ | ٣٢,٣٣٨,٤٠٨ |
| ٢٠١٢ | ٥١٥,٢٨٣,٠٠٤ | ٥١٠,٥٥٧,٢٦١ | ١٦٣,٢٥٢,٥٧١ | ٣٢,٣٣٨,٤٠٨ |
| ٢٠١٣ | ٤١٦,٤٨٣,١٦ | ٢٠٩,١١٧,٣٥٦ | ٢٣٢,٠١٨,٤٦٢ | ٥٣,٨٨٩,٨٥٩ |
| مارس ٢٠١٤ | ٦٠٧,١٨٩,٩٢٢ | ٢٧٣,٧٥٨,٨١٧ | ٣٥٢,٢٩٢,٤٦٧ | ٨٤,٧٤٣,٣٣٦ |

(*) تم إعداد الجدول بتصريف من الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية لبورصة لندن.

١- التقرير السنوي لبورصة لندن، بورصة لندن، ٢٠١٣.

٢- التقرير ربع السنوي لبورصة لندن، بورصة لندن، ٢٠١٤.

٣- تم إعداد الجدول بتصريف من الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية لبورصة لندن.

المبحث الرابع: واقع أداء بورصة طوكيو للأوراق المالية

تعد اليابان من الناحية الاقتصادية واحدة من أكثر الدول تقدماً في العالم، وقد استمدت اليابان مكانتها العالمية بالاعتماد على الصناعة الثقيلة القائمة على تحويل المواد الأولية المستوردة فهي أول منـتج للحديـد والصلب في العالم وثالـث قـوة في تكريـر البـترول، ولـذا أن تراجـع الإنتـاج الصـناعي إلى أدنى مسـتوياته في نوفمبر بنسبة ٨,١٪ نتيجة الأزمة المالية العالمية التـي ضربـت اقتصـاديات دول العـام خـلال العـام ٢٠٠٨، انعكس سلباً على أداء الاقتصاد الياباني خلال العام ٢٠٠٩ حيث بلغ معدل نمو الاقتصـادي نحـو ٠%، وهـو مستوى لم تشهده اليابان خلال فترة ما بعـد الحـرب العالميـة الثانيـة، وبلغـت نسـبة البطالـة نحـو ٥,٧%، وبلغت نسبة الدين العام نحو ٢٠٠% من الناتج القومي الإجمالي، وتعتبر هذه النسـبة الأعـلى بـين الـدول ذات المديونية في العالم[١].

وفي العام ٢٠١٠ احتل الاقتصاد اليابـاني المكانـة الثانيـة عالميـاً بعـد الصـين، حيـث بلـغ إجـمالي النـاتج الداخلي الياباني ٥٠٧٥ مليار دولار، غير أن إجمالي الناتج الـداخلي اليابـاني تراجـع بنسـبة ٠,٣% في الفصـل الرابع عن مستواه في الفصل الثالث، أي بوتيرة سنوية قدرها ١,١%[٢].

وفي العام ٢٠١١ تحسن الاقتصاد الياباني بشكل طفيف حيث انكمش الاقتصـاد اليابـاني بمعـدل سـنوي بلغ ١,١% من إجمالي الناتج المحلي في الفترة من أكتوبر إلى ديسمبر، وارتفع الإنفـاق الرأسـمالي باليابـان في الربع الثالث من العام بنسبة ٠,٩%، بينما انخفض إنفاق المستهلكين بنسبة ٠,٧%، وحقق الاقتصاد الياباني خلال عام ٢٠١٠ ككل نسبة نمو بلغت ٣,٩% وهو أول نمو له في ثلاث سنوات[٣].

أما في العام ٢٠١٢ فقد تراجع أداء الاقتصاد اليابـاني بشـكل ملحـوظ بسـبب الأزمـات الاقتصادية والسياسية، فمع نهاية العام وصلت معـدلات التضـخم إلى الانخفـاض بنسـبة ٠,١% في دليل واضـح عـلى فشـل السياسـات المتبعـة في الوصـول إلى الهـدف التضـخمي

١- علي الأسدي، "مغزى تراجع اليابان عن موقع الاقتصاد الثاني في العالم"، الحـوار المتمـدن، العـدد ٣١١٣، ٢٠١٣/٩/٢، متـاح على:

http://www.ahewar.org/debat/show.art.asp?aid=٢٢٧٨٠٦ .

٢- ـــــــــــــــــــــ "رغـم الأزمـة العالميـة اليابـان لا تـزال الاقتصـاد الثـاني عالميـا"، الجريـدة الاقتصـادية السعودية، ٢٠١٠/٢/١٥، متاح على:

http://www.aleqt.com/٢٠١٠/٠٢/١٥/article_٣٤٩٩٥٣.html .

٣- ـــــــــــــــــــــ "انكـماش الاقتصـاد اليابـاني بنسـبة ١,١% خـلال الربـع الثالـث مـن العـام المـالي"، الجريدة الاقتصادية السعودية، ٢٠١١/٢/١٤، متاح على:

http://www.aleqt.com/٢٠١١/٠٢/١٤/article_٥٠٣٩٧٠.html.

المنشود، كما أن الاقتصاد الياباني لم يشهد فائض في ميزانه التجاري سوى في شهر فبراير بقيمة ٩٥ بليون ين وفي شهر يونيو بقيمة ١١٢ بليون ين وسط انهيار في معدلات الصادرات إلى كل من المنطقة الأوروبية والمنطقة الأسيوية[١].

وفي العام ٢٠١٣ لم يحقق الاقتصاد الياباني النمو المتوقع أو المأمول، بسبب ضعف الإنفاق الاستهلاكي وتباطؤ حجم الصادرات، فقد ارتفع الناتج المحلي الإجمالي بنسبة ١% فقط على أساس المعدل سنوي في الربع الأخير من العام[٢].

وخلال الربع الأول من العام ٢٠١٤ حقق اقتصاد اليابان نموا بأسرع معدل له منذ نحو ٣ أعوام، مدفوعا بزيادة الإنفاق قبل بدء العمل بضريبة جديدة على المبيعات في الأول من أبريل، حيث ارتفع الناتج المحلي الإجمالي بنسبة ١,٥% في الفترة بين يناير ومارس، كما تجاوز إنفاق الشركات التوقعات أيضا، إذ ارتفع بنسبة ٤,٩%[٣].

أولاً: الإطار التشريعي والتنظيمي لبورصة طوكيو

يقوم الهيكل التنظيمي لبورصة طوكيو على وجود مسئولين وهم ١٠ مديرين تنفيذيين، ٤ محاسبين، ٨ موظفين تنفيذيين (٥ منهم أعضاء)، ونحو ٧٢٨ فرد عامل[٤].

أما مؤشر سوق الأسهم المالية لسوق طوكيو للأوراق المالية هو (Nikkei ٢٢٥)، وهو المؤشر الأكثر مراقبة للأسهم الآسيوية، ويحسب يوميًا بصحيفة Nihon Keizai Shimbun، منذ عام ١٩٧١، وهو معدل سعر المرجح (الوحدة ين)، وتراجع مكوناته مرة كل سنة ابتداء من يناير ٢٠٠٣[٥]. وتعمل بورصة طوكيو وفقاً لإستراتيجية محددة تقوم على:

- تسهيل تسجيل الشركات الجذابة ذات الجودة العالية.

- تحسين جاذبية الأسهم المسجلة، من خلال تحسين متابعة الإدارة للشركات المسجلة، الإعلان عن المعلومات المالية الربع سنوية.

---

١- ـــــــــــ "الاقتصاد الياباني: عام ٢٠١٢ يصيب الاقتصاد الياباني بجرح غائر"، ICN، ٢٠١٣/١/١٥، متاح على: http://www.icn.com/ar/slidernewstype

٢- ـــــــــــــــــ "نمو "مخيب للآمال للاقتصاد الياباني في ٢٠١٣"، بي بي سي العربية، ٢٠١٤/٢/١٧، متاح على: http://www.bbc.co.uk/arabic/business/٢٠١٤/٠٢/١٤٠٢١٧_japan_growth_disappointing.shtml

٣- ـــــــــــــــــ "اليابان تحقق نموا يفوق التوقعات في الربع الأول"، بي بي سي، ٢٠١٤/٥/١٥، متاح على: http://www.bbc.co.uk/arabic/business/٢٠١٤/٠٥/١٤٠٥١٥_japan_growth_tax.shtml.

٤- وفقًا للبيانات في ٢٢ أكتوبر ٢٠٠٤.

٥- Dahel, R. "Arab stock Markets: Recent Trends and Performance", the Arab planning Institute, Kuwait, ٢٠٠٢.

- تأسيس بناء سوق تحتي عادل وموثوق، من خلال تحسين ثقة السوق، تحسين استيطان البنية التحتية، يقوى إدارة المخاطرة.

- برنامج للاستثمار المشجع للمستثمرين الفرديين - الانتقال من المدخرات إلى الاستثمارات.

- تتبادل تقوية موقعها الدولي كأحد الرواد في المنطقة الآسيوية، من خلال الترويج لتسجيل الشركات الآسيوية، تأسيس حضور دولي للبورصة وتحسين صورة المنتج، الترويج للتحالفات والتعاون.

- إصلاح الهيكل التنظيمي، من خلال: توسيع خطوط العمل، تحسين البناء التكنولوجي التحتي، تحسين هياكل التكاليف، إصلاح عادات الشركة وتطوير المواهب المتفوقة[١].

ثانياً: واقع أداء بورصة طوكيو خلال الفترة ( ٢٠٠٩- ٢٠١٤)

لقد تم الاعتماد على التقرير السنوي الصادر عن بورصة طوكيو؛ لرصد أداءها خلال فترة الدراسة، وفقاً لمجموعة من المؤشرات:

- المؤشر العام (نيكي) وحجم السوق

خلال العام ٢٠٠٩ حقق مؤشر نيكي القياسي للأسهم اليابانية مكاسب بلغت ١٩%، بعد أن قادت أسهم مصدري التكنولوجيا المتطورة موجة انتعاش بفضل هبوط الين وبعد أن ساهمت إجراءات التحفيز الاقتصادي في إنعاش الاقتصاد العالمي، وأغلق المؤشر على ١٠٥٤٦,١ نقطة، وقد ارتفع المؤشر نحو ٥٠% منذ أغلق على أدنى مستوى في ٢٦ عاما في مارس ٢٠٠٨[٢].

والجدير بالذكر أنه تم تداول ٣٨٨,٠٨١,١٣٥ سهم داخل سوق طوكيو بقيمة ٣٠٧,٧٧٩,٧٠٨ ين ياباني[٣].

وخلال العام ٢٠١٠ انخفض مؤشر نيكي القياسي بنسبة ٣%. إذ أثار ارتفاع الين المخاوف بشأن توقعات الاقتصاد الياباني القائم على التصدير. إلا أن الأسهم اليابانية انتعشت من مستوياتها المتدنية في نهاية العام بفضل عمليات شراء بقيادة المستثمرين الأجانب، وأغلق عند مستوى ٨٧٩٦,٤٥ نقطة[٤].

---

١- ـــــــــــــ دراسة بعنوان "أهم البورصات وهيئات أسواق المال نشأتها – أهميتها – أهدافها"، مرجع سابق، ص ٤٥.

٢- ـــــــــــــ "مؤشر "نيكي" الياباني يرتفع ١٩% في ٢٠٠٩"، جيلف بلس، ٢٠٠٩/١٢/٣٠، متاح على: http://www.gulfbase.com/ar/news/١٠٧٩٣٣ .

٣- بورصة طوكيو، التقرير السنوي، ٢٠٠٩.

٤- ـــــــــ "مؤشر نيكي يخسر ٣% في ٢٠١٠ تحت وطأة ضغوط من الين"، رويترز بالعربي، ٢٠١٠/١٢/٣٠، متاح على: http://ara.reuters.com/article/businessNews/idARACAE٦BT٠٤S٢٠١٠١٢٣٠.

والجدير بالذكر أنه تم تداول ٣٩٢,٣٨٨,٨٧١ سهم داخل سوق طوكيو بقيمة ٣١٠,٤٥١,٦٢٦ ين ياباني[١].

وخلال العام ٢٠١١ هبط مؤشر نيكي القياسي للأسهم اليابانية أكثر من ٢% ليغلق على أدنى مستوى في عامين ونصف العام بسبب المخاوف بشأن متاعب الديون السيادية في أوروبا والقلق من تفاقم خسائر الأسهم الأمريكية عند الفتح، حيث فقد مؤشر نيكي ٢,٣% ليغلق على ٦٧. ٨٥٣٥ نقطة مسجلا أدنى مستوى إغلاق منذ ٢٨ ابريل ٢٠٠٩[٢].

والجدير بالذكر أنه تم تداول ٣٨٣,٣٦١,٥٨٦ سهم داخل سوق طوكيو بقيمة ٢٥٥,٨٥٥,٣٣٤ ين ياباني[٣].

وخلال العام ٢٠١٢ ارتفع المؤشر نيكي القياسي لأسهم الشركات اليابانية الكبرى بشكل ملحوظ، بلغ نسبة ٠,٧% ليصل إلى مستوى ١٠٣٩٥,١٨ نقطة، وهو أعلى مستوياته منذ ٢٠٠٠، بسبب انكماش التضخم في أسعار المستهلكين[٤].

والجدير بالذكر أنه تم تداول ٣٨٠,٦٥٢,٣٠٩ سهم داخل سوق طوكيو بقيمة ٣٠٠,٧٩٧,١٦٧ ين ياباني[٥].

خلال العام ٢٠١٣ واصل مؤشر نيكي للأسهم اليابانية ارتفاعه إلى أعلى مستوى له خلال ست سنوات، بزيادة سنوية بلغت ٥٧% هي الأكبر له في أكثر من ٤٠ عاما بدعم من المحفزات الاقتصادية الكبيرة التي تبناها رئيس الوزراء "شينزو آبي"، وصعد المؤشر بنسبة ٠,٧% ليغلق عند مستوى ١٦٢٩١,٣١ نقطة مرتفعا[٦].

والجدير بالذكر أنه تم تداول ٤٢٢,٤٤٣,٣٧٦ سهم داخل سوق طوكيو بقيمة ٤٧٧,٥٠٩,٧٩٢ ين ياباني[٧].

---

١- بورصة طوكيو، التقرير السنوي، ٢٠١٠.

٢- ـــــــــــــ "مؤشر نيكي يغلق على أعلى مستوى في ٢,٥ عام بسبب متاعب أوروبا"، جريدة الاقتصادية السعودية، ٢٠١١/٩/١٢، متاح على:
http://www.aleqt.com/٢٠١١/٠٩/١٢/article_٥٧٩٢٩٩.html.

٣- بورصة طوكيو، التقرير السنوي، ٢٠١١.

٤- ـــــــــــــ "صعود مؤشر الأسهم اليابانية «نيكي» إلى أعلى مستوى في ٢١ شهراً"، صحيفة الوسط البحرينية، ٢٠١٢/١٢/٢٩، متاح على:
http://www.alwasatnews.com/٣٧٦٦/news/read/٧٢٦٣٥٢/١.html.

٥- بورصة طوكيو، التقرير السنوي، ٢٠١٢.

٦- ـــــــــــــ "مؤشر «نيكي» الياباني يرتفع ٥٧% خلال ٢٠١٣ ويسجل أفضل أداء سنوي منذ ١٩٧٢"، جريدة الاتحاد الإماراتية، ٢٠١٣/١٢/٣١، متاح على:
http://www.alittihad.ae/details.php?id=١٢٠٨١٧&y=٢٠١٣.

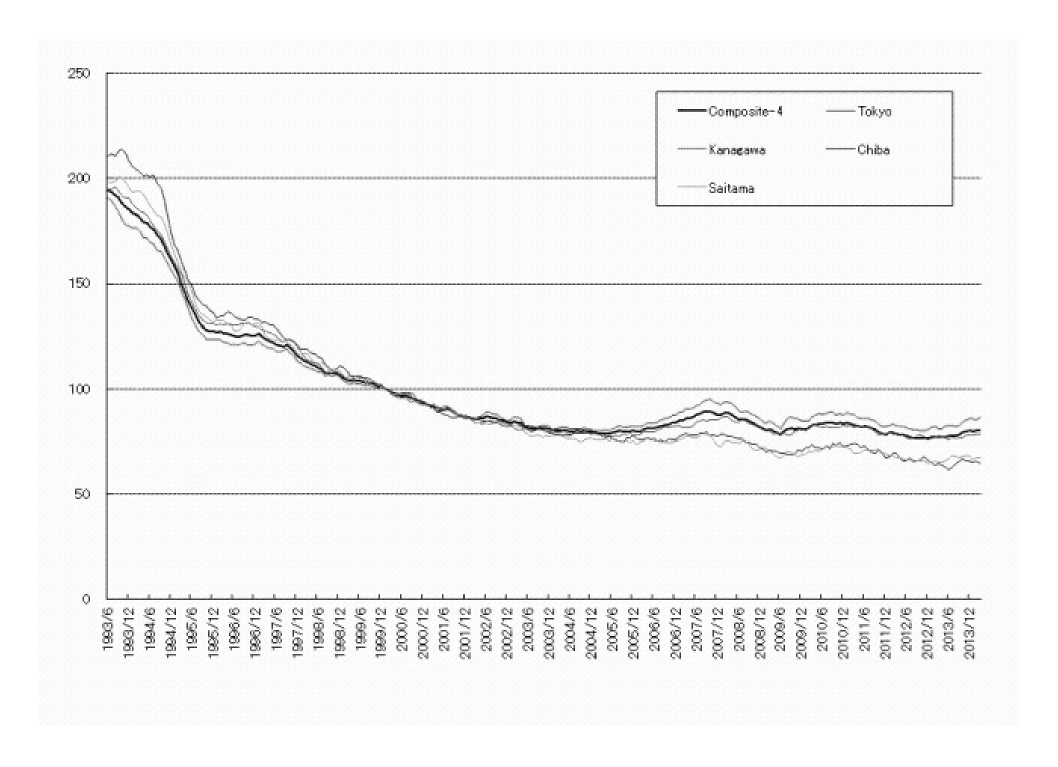
٧- بورصة طوكيو، التقرير السنوي، ٢٠١٣.

وخلال الربع الأول من العام ٢٠١٤ ارتفع مؤشر نيكي القياسي للأسهم اليابانية بنسبة ٠,٤% ليغلق على ١٤٤٧٧,١٦ نقطة، بفضل بيانات قوية عن ثقة المستهلكين في الولايات المتحدة، وانحصار المخاوف بشأن أزمة أوكرانيا، لكنه أخفق في اختراق مستوى مقاومة رأسيًا[١].

والجدير بالذكر أنه تم تداول ٤٢٧,٣٦٨,٨٧٦ سهم داخل سوق طوكيو بقيمة ٤٤٤,٥٣٣,٨٧٦ ين ياباني[٢].

شكل رقم (٢٧)

أداء مؤشر بورصة طوكيو بالمقارنة مع بعض البورصات الأسيوية[٣].




---

١- ــــــــــــــــــ "مؤشر نيكي الياباني يغلق مرتفعًا بفضل بيانات أمريكية"، أخبارك، ٢٠١٤/٣/٢٦، متاح على:
http://www.akhbarak.net/articles

٢- بورصة طوكيو، التقرير السنوي، مارس ٢٠١٤.

٣- بورصة طوكيو، متاح على:

http://www.tse.or.jp/english/market/index.html.

جدول رقم (٤٣)

حجم الأسهم المتداولة في بورصة طوكيو خلال الفترة (٢٠٠٩ حتى مارس ٢٠١٤)[١].

| السنة | عدد الأسهم | القيمة السوقية للأسهم المتداولة (بالين الياباني) |
|---|---|---|
| ٢٠٠٩ | ٣٨٨,٠٨١,١٣٥ | ٣٠٧,٧٧٩,٧٠٨ |
| ٢٠١٠ | ٣٩٢,٣٨٨,٨٧١ | ٣١٠,٤٥١,٦٢٦ |
| ٢٠١١ | ٣٨٣,٣٦١,٥٨٦ | ٢٥٥,٨٥٥,٣٣٤ |
| ٢٠١٢ | ٣٨٠,٦٥٢,٣٠٩ | ٣٠٠,٧٩٧,١٦٧ |
| ٢٠١٣ | ٤٢٢,٤٤٣,٣٧٦ | ٤٧٧,٥٠٩,٧٩٢ |
| مارس ٢٠١٤ | ٤٢٧,٣٦٨,٨٧٦ | ٤٤٤,٥٣٣,٨٧٦ |

(*) تم إعداد الجدول بتصريف من الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية لبورصة طوكيو.

- تطور مؤشرات القطاعات

في نهاية شهر ديسمبر ٢٠٠٩ احتل قطاع تجارة التجزئة الصدارة بنسبة ١٤,٤٠% من قيمة السوق، حيث استحوذ على ١٠٤٦ سهم بقيمة سوقية ٥١٦ ين ياباني، فيما جاء قطاع الأغذية في المرتبة الثانية بنسبة ٩,٧١% من قيمة السوق وذلك بواقع ٦٢٢ سهم، بقيمة سوقية ٣٤٨ ين ياباني، واحتل قطاع الخدمات على المرتبة الثالثة بنسبة ٨,٥٢% من قيمة السوق، حيث استحوذ على ٦٢٣ سهم، بقيمة سوقية ٣٠٥ ين ياباني، واحتل قطاع الأجهزة الكهربائية المرتبة الرابعة بنسبة ٧,٧٣% من قيمة السوق، حيث استحوذ ١٦٢٢ سهم، بقيمة سوقية ٢٧٦ ين ياباني[٢].

في نهاية شهر ديسمبر ٢٠١٠ ظل قطاع تجارة التجزئة في الصدارة بنسبة ١٢,٣٢% من قيمة السوق، حيث استحوذ ١٢٧٥ سهم، بقيمة السوق ٤٢٤ ين ياباني، فيما جاء قطاع الأغذية على المرتبة الثانية بنسبة ٩,٦٨% من قيمة السوق وذلك بواقع ٥٨٨ سهم، بقيمة سوقية ٣٣٣ ين ياباني، واحتل قطاع الخدمات على المرتبة الثالثة بنسبة ٩,٥١% من قيمة السوق، حيث استحوذ على ٦٧٩ سهم، بقيمة سوقية ٣٢٧ ين ياباني، واحتل قطاع الأجهزة الكهربائية المرتبة الرابعة بنسبة ٦,٧٤% من قيمة السوق، حيث استحوذ ١٥٩٧ سهم، بقيمة سوقية ٢٣٢ ين ياباني[٣].

١- تم إعداد الجدول بتصريف من الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية لبورصة طوكيو.

٢- بورصة طوكيو، التقرير السنوي، ٢٠٠٩.

٣- بورصة طوكيو، التقرير السنوي، ٢٠١٠.

في نهاية شهر ديسمبر ٢٠١١ احتل قطاع تجارة التجزئة الصدارة بنسبة ١٣,٢٤% من قيمة السوق، حيث استحوذ على ١٣٠٤ سهم بقيمة سوقية ٤٢٩ ين ياباني، فيما جاء قطاع الخدمات في المرتبة الثانية بنسبة ١٠,٦٢% من قيمة السوق وذلك بواقع ٧٦٩ سهم، بقيمة سوقية ٣٤٤ ين ياباني، واحتل قطاع الأغذية على المرتبة الثالثة بنسبة ١٠,٢٣% من قيمة السوق، حيث استحوذ على ٥٦٠ سهم، بقيمة سوقية ٣٣١ ين ياباني، واحتل قطاع تجارة الجملة المرتبة الرابعة بنسبة ٧,٢٠% من قيمة السوق، حيث استحوذ ٩٣٠ سهم، بقيمة سوقية ٢٣٣ ين ياباني[١].

وفي نهاية شهر ديسمبر ٢٠١٢ احتل قطاع تجارة التجزئة الصدارة بنسبة ١٢,٥٧% من قيمة السوق، حيث استحوذ على ١٢٩٥ سهم بقيمة سوقية ٤٠٥ ين ياباني، فيما جاء قطاع الخدمات في المرتبة الثانية بنسبة ١٢,١٢% من قيمة السوق وذلك بواقع ٧٣٦ سهم، بقيمة سوقية ٣٩١ ين ياباني، واحتل قطاع الأغذية على المرتبة الثالثة بنسبة ٩,٣٦% من قيمة السوق، حيث استحوذ على ٤٩٢ سهم، بقيمة سوقية ٣٠١ ين ياباني، واحتل قطاع الأجهزة الكهربائية المرتبة الرابعة بنسبة ٦,٧٨% من قيمة السوق، حيث استحوذ ١٢٧٤ سهم، بقيمة سوقية ٢١٨ ين ياباني[٢].

في نهاية شهر ديسمبر ٢٠١٣ احتل قطاع الخدمات الصدارة بنسبة ١١,٥١% من قيمة السوق، حيث استحوذ على ١٠٧١ سهم بقيمة سوقية ٦٣٧ ين ياباني، فيما جاء قطاع تجارة التجزئة في المرتبة الثانية بنسبة ٩,٦٧% من قيمة السوق وذلك بواقع ١٥٠٦ سهم، بقيمة سوقية ٥٣٥ ين ياباني، واحتل قطاع تجارة الجملة على المرتبة الثالثة بنسبة ٨,٨٩% من قيمة السوق، حيث استحوذ على ١٢٧٣ سهم، بقيمة سوقية ٤٩٢ ين ياباني، واحتل قطاع النقل المرتبة الرابعة بنسبة ٨,٦٤% من قيمة السوق، حيث استحوذ ٥٤٤ سهم، بقيمة سوقية ٤٧٨ ين ياباني[٣].

في نهاية شهر مارس ٢٠١٤ احتل قطاع الخدمات الصدارة بنسبة ١١,٥٠% من قيمة السوق، حيث استحوذ على ١٠٨٦ سهم بقيمة سوقية ٦٢٠ ين ياباني، فيما جاء قطاع تجارة الجملة على المرتبة الثانية بنسبة ٩,٩٠% من قيمة السوق، حيث استحوذ على ١٣٧٨ سهم، بقيمة سوقية ٥٣٣ ين ياباني، واحتل قطاع تجارة التجزئة في المرتبة الثانية

---

١- بورصة طوكيو، التقرير السنوي، ٢٠١١.

٢- بورصة طوكيو، التقرير السنوي، ٢٠١٢.

٣- بورصة طوكيو، التقرير السنوي، ٢٠١٣.

بنسبة ٩,١٥% من قيمة السوق وذلك بواقع ١٥١٤ سهم، بقيمة سوقية ٤٩٣ ين ياباني، واحتل قطاع النقل المرتبة الرابعة بنسبة ٨,٤٨% من قيمة السوق، حيث استحوذ ٥٣٨ سهم، بقيمة سوقية ٤٥٧ ين ياباني[١].

جدول رقم (٤٤)

تطور مؤشر القطاعات في بورصة طوكيو

(خلال الفترة ( ٢٠٠٩- مارس ٢٠١٤)[٢].

| القطاع | السنة | قطاع تجارة التجزئة | | قطاع تجارة الجملة | | قطاع الأغذية | | قطاع الخدمات | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | عدد الأسهم | القيمة السوقية | عدد الأسهم | القيمة السوقية | عدد الأسهم | القيمة السوقية | عدد الأسهم | القيمة السوقية |
| ٢٠٠٩ | | ١٠٤٦ | ٥١٦ | | | ٦٢٢ | ٣٤٨ | ٦٢٣ | ٣٠٥ |
| ٢٠١٠ | | ١٢٧٥ | ٤٢٤ | | | ٥٨٨ | ٣٣٣ | ٦٧٩ | ٣٢٧ |
| ٢٠١١ | | ١٣٠٤ | ٤٢٩ | ٩٣٠ | ٢٣٣ | ٥٦٠ | ٣٣١ | ٧٦٩ | ٣٤٤ |
| ٢٠١٢ | | ١٢٩٥ | ٤٠٥ | | | ٤٩٢ | ٣٠١ | ٧٣٦ | ٣٩١ |
| ٢٠١٣ | | ١٥٠٦ | ٥٣٥ | ١٢٧٣ | ٤٩٢ | | | ١٠٧١ | ٦٣٧ |
| مارس ٢٠١٤ | | ١٥١٤ | ٤٩٣ | ١٣٧٨ | ٥٣٣ | | | ١٠٨٦ | ٦٢٠ |

(*) تم إعداد الجدول بتصريف من الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية لبورصة لندن.

يتضح مما سبق أن أداء البورصات الأجنبية (الأمريكية والإنجليزية واليابانية) خلال فترة الدراسة من ٢٠٠٩ إلى مارس ٢٠١٤ قد تراجع بشكل ملحوظ نتيجة التأثر بالأزمات الاقتصادية والسياسية الدولية مثل الأزمة المالية العالمية وأزمة ديون منطقة اليورو ومؤخراً أزمة أوكرانيا التي ألقت بظلالها هي الأخرى على أداء كلاً من بورصة نيويورك وبورصة لندن وبورصة طوكيو، إلا أنه ومع ذلك تعتبر البورصة الأمريكية من أكثر البورصات تماسكاً واستقراراً مقارنة بغيرها، ويرجع ذلك لضخامة ومتانة الاقتصاد الأمريكي بالإضافة إلى وجود حرية كبيرة تسمح للمستثمرين بحرية الدخول والخروج من سوق الأوراق المالية.

١- بورصة طوكيو، التقرير السنوي، مارس ٢٠١٤.

٢- تم إعداد الجدول بتصريف من الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية لبورصة طوكيو.

# الفصل الخامس

# أهم الإشكاليات التي تواجه البورصات العربية

تعتبر البورصات العربية بشكل عام بورصات متواضعة وذات هيكلية بسيطة إذا ما قورنت بالبورصات الناشئة والمتقدمة التي تمتلك إمكانيات ضخمة وبيئة مناسبة لعمل أسواق الأوراق المالية، لذا فـإن عمليـة رصد الوضع الـراهن لأسـواق الأوراق الماليـة العربيـة يكشـف عـن وجـود عـدد مـن الخصـائص الأساسـية المشتركة التي تتميز بها، فقد واجهت هـذه الأسـواق مجموعـة مـن المشـكلات والعقبـات الرئيسـية التـي اعترضت نموها وحدت من كفاءة أدائها، وإذا كان لكل سوق خصوصيته التـي تشـتق مـن ظـروف نشـأته ونمط تشريعاته ونظمه وهياكله، فإن لهذه الأسـواق قاسـما مشـتركا مـن المشـكلات الرئيسـية التـي يمكـن حصرها في العوامل التالية:

المحور الاول: الإشكاليات التي تواجه أداء البورصات العربية عموما

يمكن تحديد ابرز الاشكاليات التي تواجه أداء البوصات العربية على النحو التالي:

أولاً: قصور الأطر التنظيمية والتشريعية

على الرغم من التطورات في التشريعات والأنظمة التي حققتها أسواق الأوراق المالية العربية خلال السنوات السابقة إلا أنه مازالت التشريعات في بعض الدول العربية لا تساير الواقع الاقتصادي، وتعاني من عدة أوجه قصور تعترض قدراتها على القيام بالدور المطلوب منها، وتقلل من فعاليتها، ويمكن عرض أوجه قصور هذه الأسواق، على النحو التالي:

١- الأسواق الثانوية فإنها لا تزال غير منتظمة في بعض الدول العربية، وأنها في البعض الأخر منظمة تنظيما جزئيا أو غير متكامل، وبالتالي فإن هذه الأسواق تفتقر للقواعد والضوابط التشريعية والأطر التنظيمية التي تنظم كافة جوانب العمل، وإلى القواعد التي تسهل المعاملات، كما أنها تفتقر إلى الضوابط التشريعية التي توفر الحماية اللازمة للمتعاملين، كما أن بعضها الأخر لا يزال في مرحلة الإنشاء مما يستلزم انقضاء فترة زمنية مناسبة للإنشاء أولا، وفترة زمنية أخرى للتنظيم، وفترة ثالثة لكي يأخذ التنظيم فرصته في التطبيق والاستقرار[١].

٢- عدم توفر الأطر التشريعية والتنظيمية على المستوى الكلي أو الجزئي، بما يتناسب مع التشريعات والتنظيمات القانونية للأسواق الفعالة يعتبر بمثابة عقبة أساسية في وجه تطوير الأسواق كما تعتبر هذه التشريعات والتنظيمات للأسواق الأوراق المالية حجر الزاوية لبناء وفعالية السوق، ولا يخفى ما لهذه الأطر من أهمية في توفير الحماية اللازمة كحقوق المتعاملين و تسهيل وسرعة المعاملات مع اشتراط أن تتميز هذه الأطر بالمرونة الكافية لتكيف مع المتغيرات المستجدة واستيعابها من خلال ضوابط تشريعية وتنظيمية قادرة على دفع حركة السوق باستمرار[٢].

٣- غياب الترابط بين بعض أسواق الأوراق المالية العربية ومكاتب السمسرة، وغيرها من الأجهزة، يعمل على إعاقة عملية الاتصال السريع وما تطلبه عمليات التداول والتسديد من سرعة اتخاذ القرار، وإنما تقوم هذه الأجهزة إن وجدت أصلا بالإبطاء والتريث فترة زمنية معتبرة، وهو ما يمنع الأسواق من أن تتفاعل مع الأحداث لحظة جريانها وليس بعد فوات

١- بوكساني رشيد، "معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها"، مرجع سابق، ص ٢٥٠.

٢- بوكساني رشيد، "معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها"، مرجع سابق، ص ٢٥١.

الأوان، ومن جهة أخرى فإن عدم ترابط أسواق الأوراق المالية فيما بينها مـن ناحيـة، وبـين أسـواق الأوراق المالية الدولية من جهة أخرى يمنعها من أن تحقق ما هو مطلوب منها.

٤- غياب التشريعات المتعلقة بالفصل بين الدور التشريعي الذي تقوم به هيئـة الرقابـة عـلى الأسـواق التي تعين من قبل الحكومة، وبين الدور التنفيذي الذي تقوم به البورصة، حيث أن الأسواق المالية في كثـير من الدول العربية لا تزيد عن ان تكون وحدة تابعـة للقطـاع العـام أو ملحـق لإحـدى جهاتـه، فالأسـواق ليست مستقلة ماليا وإداريا، ومعنى هذا أنها لا تخضع لحركتها الذاتية، وإنما تظل مرهونة بمـا هـو خـارج عنها يتحكم فيها ويوجهها

٥- غياب التشريعات في بعض الدول العربية التي تلزم الشركـات المدرجـة في أسـواقها بالتقيـد بمعـايير المحاسبة والتدقيق الدولية، حيث لا تحتوي المعلومات المنشورة في تقارير المالية على الدرجة الكافيـة مـن الإفصاح كما أوصت بها الهيئة الدولية المنظمة لأسواق الأوراق المالية(I.O.S.C.O)[١].

٦- أغفلت العدد من التشريعات في الدول العربية توفير الحماية اللازمـة للمـدققين كي يبـدو الـرأي في أوضاع الشركات والبيانات المالية بكل حياد واستقلال، مما أثر سلبا على الإفصاح وأضعف مستوى التدقيق.

٧- غياب التشريعات التي تلزم الشركات المدرجة في أسواقها بنشر بيانات نصف أو ربع سنوية، وحتـى في بعض الدول التي تلزم هذه الشركات بذلك فإن صدور هذه البيانات في كثـير مـن الأحيـان يـأتي متـأخرا نظرا لعدم تحديد فترات إصدارها.

٨- غياب التشريعات التي تحدد إنشاء الأجهزة والآليات المسـاندة المسـتقلة مثـل مؤسسـات المقاصـة والتسوية والحفظ والإيداع المركزي وصناديق ضمان المعاملات وجمعية الوسطاء[٢].

٩- تعاني الأسواق المالية العربية من غياب الإفصاح عن المعلومات والدقة والنصوص القانونية الواضحة والصريحة المنظمة لإشهار المعلومات، والمتعلقة بالشركات وسير أعمالهـا وكشـف حقيقـة مراكزهـا الماليـة، وقد ترتب على غياب هذه النصـوص ضـعف الرقابـة عـلى الشركـات المسـاهمة، وتعـذر تـوفير الضـمانات الأساسية من ناحية صحة المعلومات، ومن شأن هذا أن يزيد مـن احـتمالات تعـريض حقـوق المسـتثمرين للضياع والتلاعب بمدخراتهم، ولعل هذا ما يخلق عدم الثقة بالسوق ويدفع المدخرين للإحجام عنه[٣].

---

١- أشرف محمد دوابه، ورقة عمل بعنوان "تكامل الأسواق المالية العربية آفاق وتحديات"، مرجع سابق.

٢- حسين عبد المطلب الأسرج، "آليات تفعيل البورصة العربية الموحدة"، الأهرام الاقتصادي، العدد ٢٠٩، مايو ٢٠٠٥، ص٣٠.

٣- Jorg Bley, "Are GCC stock markets predictable?", Elsevier, Volume ١٢, ٢٠١١.

١٠- جمود التشريعات والقوانين، لأن بعض قوانين ولوائح أسواق الأوراق المالية في بعض الدول العربية قد تم إعدادها في مراحل معينة سابقة، وفق أطر نظرية لم تتوفر لها التجارب العلمية، وقد أدى ذلك إلى عدم قدرة هذه القوانين على مواكبة التطورات المستمرة، في أسواق الأوراق المالية الدولية، ومن أمثلة ّذلك أن التشريعات المنظمة لأسواق الأوراق المالية العربية قد وضعت في معظم الدول العربية خلال فترات زمنية متباعدة، حيث يتم في المرحلة الأولى سن التشريعات ووضع اللوائح التنظيمية، ثم تأتي بعد فترة زمنية أخرى المرحلة الثانية، وهي مرحلة الإنشاء دون أن يواكب ذلك إعادة النظر في التشريعات واللوائح التي تم إعدادها في المرحلة الأولى، ومن هنا فان بقاء التشريعات على ما كانت عليه لا يتماشى مع التطورات الاقتصادية المحلية والدولية[1].

ثانياً: معوقات تتعلق بالإطار الاقتصادي

إن أسواق الأوراق المالية العربية القائمة تؤدي دورا محدودا في توفير السيولة نظرا لضيقها ومحدودية الأدوات المتداولة فيها وكذا ضآلة الطلب والذي يعود سببه إلى انخفاض عوائد الأوراق المالية المتداولة في هذه الأسواق مقارنة مع مجالات الاستثمار الأخرى، بالإضافة إلى ذلك انخفاض الإدارات الفردية والميل التقليدي لأصحابها نحو الاستثمار النقدي (البنوك) والاستثمار العقاري بعيدا عن أسواق المال، وهي تشمل:

١- ضيق وعدم عمق أسواق المال العربية: ويعني وجود عدد قليل من أوامر البيع والشراء يترتب عليه محدودية حجم التداول، ويعزى ذلك إلى محدودية عرض أدوات الاستثمار المالي وضآلة الطلب عليه في هذه الأسواق، ويقاس العرض بعدد الشركات المدرجة بهذه الأسواق، بينما يقاس الطلب بعدد وحجم أوامر الشراء، ويتراوح عدد الشركات المدرجة في البورصات العربية في الربع الثاني من العام ٢٠٠٨م ما بين شركتين في بورصة الجزائر و٢٥٣ في بورصة عمان (باستثناء عدد الشركات المدرجة في بورصتي القاهرة والإسكندرية والتي تبلغ ٣٧٧ شركة) وهو ما يقل عن عدد الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية الناشئة والتي تقدر بنحو ٣٣٠ شركة، بل إن عدد الشركات المدرجة في كل بورصة من البورصات العربية بما فيها البورصة المصرية يقل عن عدد الشركات المدرجة في البورصات المتقدمة، والذي يقدر بنحو ٧٥٠ شركة، بالإضافة إلى استحواذ معاملات الأفراد على الجزء الأكبر من حجم التعامل في الأسواق المالية العربية، فعلى سبيل المثال خلال العام ٢٠١٣ استحوذ الأفراد على ٥١% من حجم التعامل في السوق المصرية

---

١- رشام كهينة، "واقع وآفاق الربط بين الأسواق المالية العربية في ظل التكامل الاقتصادي العربي"، مرجع سابق، ص ١٤٨.

بينما استحوذت المؤسسات على ٤٩%، وذلك على عكس الحال في أسواق الدول المتقدمة حيث تلعب المؤسسات المحلية دورا هاما في تنشيط السوق، وتستحوذ على ٦٠% من حجم التعامل مقابل ٤٠% للأفراد.

٢- تدنى مقدرة أسوق الأوراق المالية العربية على تحقيق السيولة: تلعب الأسواق المالية دورا أساسيا في تحقيق التخصيص الأمثل للموارد من خلال ما تتمتع به من نظام الحوافز والعقوبات، حيث يزداد التعامل على أسهم الشركات الناجحة، وترتفع قيمتها السوقية، وفي المقابل يقل التعامل على أسهم الشركات الخاسرة، وتنخفض قيمتها السوقية(1)، ويعكس واقع البورصات العربية ضعف في سيولتها، ويظهر ذلك من خلال انخفاض عمليات التداول بها سواء التعاملات اليومية أو السنوية، وكذلك انخفاض عدد أيام التداول، حيث وصل عدد أيام التداول إلى ٢٤٣ يوما ومعدل دوران الأسهم إلى ٢٧% في البورصة المصرية، وذلك خلال العام ٢٠١٣.

٣- انخفاض الطاقة الاستيعابية لأسوق الأوراق المالية العربية: ويعنى به مدى قدرة أسواق الأوراق المالية العربية على استقطاب المدخرات وتحويلها إلى استثمارات مالية، وتقاس من خلال مقارنة حجم الإصدارات الجديدة وحجم التداول بالنسبة للناتج المحلى الإجمالي والادخار المحلى الإجمالي.

٤- ضعف الفرص المتاحة للتنويع: تتسم الأسواق المالية العربية بعدم التنوع الكافي في الأوراق المالية المطروحة، وهو ما يضع قيودًا على المستثمرين لتنويع محافظهم المالية، ويزيد من درجة المخاطر، وبخاصة في ظل سياسة القطيع التي تحكم غالبا سلوك المستثمرين في البورصات العربية، وغياب الرقابة التي تضمن حدا أدني من الإفصاح، وتقطع السبيل أمام الشائعات، وتوفر الحماية الملائمة لكسب ثقة المستثمرين(2).

٥- تتسم البورصات العربية بشدة التقلبات في حركة الأسعار باعتبارها أسواقا ناشئة حيث تعتمد هذه الأسواق على التمويل من مصادر خارجية ممثلة في القروض وإصدار مزيد من الأسهم مع اعتماد أقل على الأرباح المحتجزة، وهذا بدوره يؤدي إلى زيادة حدة التقلب في ربحية السهم وبالتالي في قيمته السوقية، مما يثير المخاوف لدى المستثمرين

---

١- عاشور سهام، "مكانة الأسواق المالية في الاقتصاديات العربية وعوامل رفع كفاءتها"، جامعة بسكرة، الجزائر، ٢٠٠٦، ص ٣.
٢- حسين عبد المطلب الاسرج، "آليات تفعيل البورصة العربية الموحدة"، مرجع سابق، ص ٣٥.

ويعرضهم لخسائر مرتفعة، لذا فإن بعض البورصات العربية وضعت هامشا مسموحا به لمدى تغير السعر اليومي للورقة المالية المتداولة للحد من هذه التقلبات في الأسعار[1].

٦- درجة تركز التداول: ويقصد بها نسبة تداول الأسهم النشطة إلى إجمالي حجم التداول، وتعانى كافة البورصات العربية من هذه المشكلة التي تعكس صغر عدد الأسهم ذات الجاذبية، ويشير الخبراء إلى سببين رئيسيين يعزى لها ارتفاع درجة التركيز هما: احتفاظ بعض كبار المستثمرين بأسهم الشركات الواعدة، انخفاض جودة غالبية الأسهم المدرجة، لا سميا أسهم شركات القطاع العام.

٧- قصور الطلب على الأدوات الاستثمارية وضعف نشاط السوق الأولى، حيث تعانى أسواق الدول العربية من تدنى الطلب على الأوراق المالية ولعل ذلك يرجع بصفة أساسية إلى تدنى الوعي الاستثماري لدى الكثيرين وخاصة في الأدوات المالية الجديدة المطروحة للتداول، وكذلك تفضيل البعض حيازة الموجودات الثابتة كالعقارات أو الودائع في البنوك.

٨- ضآلة أحجام الإصدارات الأولية من الأسهم والسندات للشركات الحديثة والقائمة في الأسواق العربية، حيث بلغت نسبتها إلى كل من الناتج المحلى جهة والقروض والتسهيلات نحو ٤% و١٠% على الترتيب، وذلك بسبب محدودية الوعي المالي لدى المستثمرين الذين غالبا ما يقومون بتوفير احتياجاتهم التمويلية من المصادر التقليدية، بالإضافة إلي رغبتهم في السيطرة على إدارة شركاتهم وعدم خضوعها لمراقبة السلطات والتزامها بقواعد الشفافية والإفصاح والمعايير المحاسبة الدولية في كثير من الأسواق العربية[2].

٩- ضعف المؤسسات العاملة في مجال خدمة الأسواق المالية، حيث تفتقر الأسواق العربية إلى المؤسسات الصانعة للسوق، ومؤسسات الحفظ والإيداع المركزي، وشركات التسوية والمقاصة، والتي من شأنها التقليل من مخاطر الإخفاق، التي يتعرض لها المتعاملون، بالإضافة إلى زيادة سرعة تبادل الأوراق المالية، كما يسجل أيضا نقص في شركات الترويج وضمان الاكتتاب والوكالات المحلية لتصنيف، وتقييم الملاءة الائتمانية، وهي تلعب دورا كبيرا في إنجاح عملية الخصخصة، وخاصة في الأوقات التي يتم فيها طرح كميات من الأسهم يصعب على السوق استيعابها.

١٠- تعاني الأسواق المالية العربية من نقص واضح في الأدوات المالية الحديثة الجاذبة لرؤوس الأموال، ويبرز ذلك جليا من خلال سيطرة الأسهم ووسائل التمويل التقليدية على

---

١- Shawkat Hammoudeh, "Sudden changes in volatility in emerging markets: The case of Gulf Arab stock markets", International Review of Financial Analysis, Volume ١٧, Issue ١, ٢٠٠٨, p ٤٧-٦٣.

٢- محمد كمال أبو عشمة، "أهمية تطوير أسواق المال في دول مجلس التعاون الخليجي"، مرجع سابق.

التعاملات في هذه الأسواق، ويعود ذلك لعدة أسباب منها: سيطرة الـنمط العـائلي للشركـات المسـاهمة في العديد من أسواق المال العربية، مما يترتب عليه احتفاظ مؤسسي هذه الشركـات بالغالبيـة العظمـى مـن الإصدارات الخاصة بأسهم الاكتتاب سواء الجديدة أو الإصـدارات اللاحقـة لهـا عنـد الزيـادة في رأس المـال، وهذا ما يحرم السوق من الإصدارات الجديدة من الأسهم، ويجعـل قاعـدة المسـاهمين والمتعـاملين ضـيقة للغاية.

١١- عدم ملائمة النظام الجنائي المطبق في المعاملات في الأسواق المالية، مما يجعل الضريبـة تلعـب دور المتفرج في عملية الاستثمار في السوق، خاصة في بعض البورصات العربية إذ نجـد ازدواجيـة الضريبـة عـلى أرباح الشركات المقيدة في البورصة، ثم تليها الضريبة على توزيعات عوائد الأسـهم وارتفـاع معـدلاتها، مـما يقلص من حجم الادخار، ومن ثم على الاستثمار[١].

١- بوكساني رشيد، "معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها"، مرجع سابق، ص ٢٨٠.

المحور الثاني: الإشكاليات التي تواجه عمل البورصات الخليجية خاصة

تعتبر البورصات الخليجية بشكل عام بورصات ناشئة وذات هيكلية متواضعة إذا ما قورنت بالبورصات الناشئة الأخرى في البلدان النامية الكبيرة نسبيا، وأداء البورصات في دول مجلس التعاون الخليجي يتفاوت كما تتفاوت طبيعة وشدة الهزات التي تتعرض لها هذه البورصات بين فترة وأخرى، ولاشك أن هناك عوامل مشتركة تؤثر في أداء البورصات الخليجية الست، فتقلبات أسعار النفط في الأسواق الدولية تجد انعكاساتها بصورة مباشرة في أسواق المال الخليجية كما أن تذبذب مؤشر الأسهم في أي بلد منها يجد له صدى في بقية بورصات دول المجلس، وبالإضافة إلى العوامل السابقة هناك العديد من الصعوبات والمعوقات المشتركة التي تحول دون القيام بدورها المنشود في تمويل التنمية الاقتصادية والاجتماعية بحيث مازال الجزء الأكبر من الاحتياجات التمويلية لكافة الأنشطة الإنتاجية وبشكل خاص المشاريع الجديدة يتم استقطابه عبر المؤسسات المالية والمصرفية المحلية والأجنبية إضافة إلى الموارد المالية الحكومية والذاتية، ومن أهم المعوقات التي تواجه البورصات الخليجية هي عدم تنوع الأدوات الاستثمارية المالية حيث يقتصر معظم نشاط التداول في الأسواق المالية الخليجية على الأسهم فقط، ضعف الأطر المؤسسية اللازمة لتفعيل أسواق الأسهم في دول المجلس وضعف نشاط السوق المالي وصغر حجم أسواق المالية الخليجية ومحدودية عدد الشركات المدرجة فيها والتي لا تتناسب والقدرات المالية الكبيرة المتوفرة لدى القطاع الخاص الخليجي.. وفيما يلي تفصيل ذلك:

أولاً: ضيق وعدم عمق أسواق المال الخليجية[1]

بمعنى أنه هناك عدد قليل من أوامر البيع والشراء يترتب عليه محدودية حجم التداول، وسبب ذلك هو: محدودية أدوات الاستثمار المالي، وضآلة الطلب على الأوراق المالية في الأسواق العربية، محدودية فرص الاستثمار المحلية في الدول العربية المصدرة لرأس المال بشكل عام، بسبب ضيق وعدم استيعاب السوق المحلي، أو ضيق منافذ الاستثمار المحلي بالمقارنة بالأموال المحلية المتوافرة، سيادة النمط العائلي لشركات المساهمة، وسيطرة عدد محدود من كبار المستثمرين على نسب عالية من أسهم الشركات، وتفضيلهم للاحتفاظ بالأسهم، وعدم تحريكها لفترات طويلة مما يتسبب في انغلاق هذه الشركات وحرمان السوق من تداول هذه الأسهم، طبيعة أسواق السندات والتركيز الرأسي لإصدارها من قبل الدولة ومؤسساتها العامة، وذلك لتمويل العجز في الموازنة العامة، يضاف إلى ذلك النمط

١- رشام كهينة، "واقع وآفاق الربط بين الأسواق المالية العربية في ظل التكامل الاقتصادي العربي"، مرجع سابق، ص١٤٤.

المؤسسي لتملك هذه السندات، من قبل البنوك وشركات التأمين وصناديق التقاعد، حال دون تداولها في السوق، بدائية توزيع الاكتتابات، لأن أسلوب التوزيع كان قائما على الاتصال الشخصي المباشر بسبب الافتقار إلى مؤسسات ضمان التغطية والتوزيع.

ثانياً: قصور الأطر التنظيمية والتشريعية:

على الرغم من التطور الملحوظ في هذا الجانب والإجراءات التي اتخذتها الدول الخليجية في سبيل تحديث القوانين والتشريعات المتعلقة بأسواقها، إلا أنها ما تزال تواجه العديد من أوجه الضعف ولعل من أهمها غياب المؤسسات المساندة ذات الأثر المباشر على سوق الأسهم والمكملة لدوره مثل الشركات صانعة السوق والتي تعمل على تقليل حدة تقلبات الأسعار وتخفيض مخاطر الاستثمار في هذه الأسواق، كما أن العديد من الدول الخليجية مازالت تفتقر إلي مؤسسات التسوية والمقاصة والإيداع والحفظ المركزي والقوانين المنظمة لها، حيث من شأن هذه المؤسسات العمل على تقليل المخاطر وزيادة سرعة التبادل، بالإضافة إلي غياب الاستقلال الإداري لبعض البورصات الخليجية، ناهيك عن الافتقار إلى النصوص القانونية الواضحة والصريحة المنظمة لإشهار المعلومات، والمتعلقة بالشركات وسير أعمالها، وكشف حقيقة مراكزها المالية، وقد ترتب على ذلك ضعف الرقابة على الشركات، وتعذر توفير الضمانات الأساسية من ناحية صحة المعلومات، مما يؤدي إلى تعريض حقوق المستثمرين للضياع، ينجم عنه عدم الثقة بالسوق والإحجام عن الاستثمار.

ثالثا: تدنى مقدرة أسوق الأوراق المالية الخليجية على تحقيق السيولة[١]

يعتبر مؤشر دوران الأسهم خير مقياس لتحقيق السيولة لنشاط حركة التداول من حيث عدد الصفقات وقيمتها، ومن ثم يمكن تحديد حجم السوق ونشاطها، ولعل الوظيفة الأساسية للسوق هي تحقيق السيولة للأوراق المالية عندما تكون ذات كفاءة عالية، وعادة ما تكون سيولة السوق في مقدمة أولويات المستثمر المحلي والأجنبي، ويمكن رصد ما تتمتع به البورصات الخليجية من ضعف في سيولتها من خلال دراسة تطور معدل دوران الأسهم الذي سجل انخفاضا كبيرا في نهاية عام ٢٠٠٣ مقارنة بالعام ٢٠٠٢، حيث انخفض إلى ١٦,٥% مقارنة بنحو ٣١,٣%، بالإضافة إلى انخفاض عدد العمليات التي تبرم يوميا، وعدد أيام التداول في السنة.

١- عاشور سهام، "مكانة الأسواق المالية في الاقتصاديات العربية وعوامل رفع كفاءتها"، جامعة بسكرة، الجزائر، ٢٠٠٦، ص ٣.

رابعاً: انخفاض الطاقة الاستيعابية لأسوق الأوراق المالية الخليجية

يعنى مدى قدرة أسواق الأوراق المالية الخليجية على استقطاب المدخرات وتحويلها إلى استثمارات مالية، وتقاس من خلال مقارنة حجم الإصدارات الجديدة وحجم التداول بالنسبة للناتج المحلى الإجمالي والادخار المحلى الإجمالي، ويلاحظ انخفاض حجم التداول إلى الناتج المحلى الإجمالي في معظم الأسواق المشاركة باستثناء الكويت التي ترتفع فيها نسبة حجم التداول إلى الناتج المحلى حيث وصلت إلى نحو ٦٢,٩% في عام ٢٠٠٢.

خامساً: ضعف الفرص المتاحة للتنويع[1]

حيث انه تقل الفرص المتاحة للمستثمر لتنويع محفظة أوراقه المالية؛ وهذه السمة المشتركة تضع قيودا على إستراتيجيات الاستثمار؛ سواء للمستثمر الفرد أو المستثمر المؤسسي، وفي معظم البورصات الخليجية كان قطاع البنوك وقطاع المقاولات يسيطران على حجم التداول، ثم استحوذت أسهم المحمول والاتصالات على نسبة عالية من حجم التداول.

سادساً: التقلبات الشديدة في الأسعار

يعزي ذلك في الأسواق الناشئة إلى اعتمادها على التمويل من المصادر الخارجية المتمثلة في القروض وإصدار المزيد من الأسهم، مع اعتماد أقل على الأرباح المحتجزة، كما أن هذا النمط التمويلي في ظل ما يسمى (الرفع المالي) من شأنه أن يؤدى إلى زيادة حدة التقلب في ربحية السهم وبالتالي زيادة حدة التقلب في قيمته السوقية، علماً بأن التقلب الشديد في أسعار الأوراق الخليجية يثير المخاوف لدى المستثمرين الأجانب عند دخولهم السوق أو خروجهم منها. ويوجد في معظم البورصات الخليجية هامش مسموح به لمدى تغير السعر اليومي للورقة المالية المتداولة يتراوح بين ٧ و١٠% في بورصة الكويت مثلا، وتتردد بعض المقترحات لرفع هذا المستوى إلى ٢٠%، ولكن الأخذ بهذا المقترح من شأنه أن يزيد من هامش التقلبات في الأسعار؛ فكلما كان التقلب السعري في حدود ضيقة كان ذلك مؤشرا على تطور كبير في السوق.

وتسيطر المضاربة على نشاطات التعامل اليومي في الأسواق المالية الخليجية حيث تبحث كافة المعاملات عن الأرباح السريعة من خلال التركيز على فروقات الأسعار خاصة في مجال أسهم الشركات. وكثيرا ما يقع مشتري الأسهم ضحايا لما يعرف بالشركات الوهمية نتيجة تداول أسهم شركات لم تنته بعد إجراءات تأسيسها، وقد شكلت طبيعة

١- حسين عبد المطلب الاسرج، "آليات تفعيل البورصة العربية الموحدة"، مرجع سابق، ص ٣٥.

المستثمر والثقافة الاستثمارية في هذه الأسواق عاملاً أساسياً في الارتفاع الكبير في الأسعار ومن ثـم الانهيـار الحـاد الـذي ضرب الأسـواق الخليجيـة في الآونـة الأخـيرة. إذ أن غالبيـة المسـتثمرين هـم مـن المـدخرين والمضاربين الذين كانوا يتخذون القرارات الاستثمارية معتمدين على الإشاعات وعلى بعـض آليـات التقـويم الاستثماري التقني من دون دراية بمقومات التحليل وتقنياته، والتقـويم المـالي الأسـاس خصوصاً والصـناعة المالية عموماً، تضاف إلى ذلك محدودية دور المؤسسـات الاسـتثمارية في هـذه الأسـواق، وهـي مؤسسـات متخصصة بهذه الصناعة المالية ولديها الموارد والدراية الكافيـة لتتخـذ قـرارات اسـتثمارية، وهـي في أسـوأ الأحوال أصح وأكثر استمراراً من تلك التي يتخذها المستثمرون الأفراد[١].

سابعاً: درجة تركز التداول

ويقصد بها نسبة تداول الأسهم النشطة إلى إجمالي حجم التداول، وتعـانى كافـة البورصـات الخليجيـة من هذه المشكلة التي تعكس صغر عدد الأسهم ذات الجاذبية، ويشير الخبراء إلى سببين رئيسيين يعزى لها ارتفاع درجة التركيز هما: احتفاظ بعض كبار المستثمرين بأسهم الشركات الواعدة، انخفاض جـودة غالبيـة الأسهم المدرجة، لا سميا أسهم شركات القطاع العام.

ثامناً: قصور الطلب على الأدوات الاستثمارية وضعف نشاط السوق الأولى[٢]

تعانى أسواق الدول الخليجية من تدنى الطلب على الأوراق المالية ولعل ذلك يرجع بصفة أساسية إلى تدنى الوعي الاستثماري لـدى الكثـيرين وخاصـة في الأدوات الماليـة الجديـدة المطروحـة للتـداول، وكذلك تفضيل البعض حيازة الموجودات الثابتة كالعقارات أو الودائـع في البنـوك. ومـن جهـة أخـرى فان أحجام الإصدارات الأولية من الأسهم والسندات للشركات الحديثـة والقائمـة في الأسـواق العربيـة مازالت تتسم بالضآلة، حيث بلغت نسبتها إلى كل من الناتج المحلى جهة والقروض والتسهيلات نحـو ٤% و١٠% على الترتيب. ولعل محدودية الـوعي المـالي لـدى المسـتثمرين الـذين غالبـا مـا يقومـون بتوفير احتياجاتهم التمويليـة مـن المصـادر التقليديـة، بالإضـافة إلي رغبـتهم في السـيطرة عـلى إدارة شركاتهم وعدم خضوعها لمراقبة السلطات والتزامها بقواعـد الشـفافية والإفصـاح والمعـايير المحاسـبة الدولية في كثير من الأسواق الخليجيـة مـن أهـم مصـادر ضـعف السـوق الأولي، بالإضـافة إلى غيـاب

---

١- Shawkat Hammoudeh, "Sudden changes in volatility in emerging markets: The case of Gulf Arab stock markets", International Review of Financial Analysis, Volume ١٧, Issue ١, ٢٠٠٨, p ٤٧–٦٣.

٢- محمد كمال أبو عشمة، "أهمية تطوير أسواق المال في دول مجلس التعاون الخليجي"، مرجع سابق، ص ١٤٣.

مؤسسات التصـنيف وتـرويج وضـمان الاكتتـاب والتـي مـن شـأنها أن تزيـد مـن إقبـال المسـتثمرين عـلى الإصدارات الجديدة، قيام الحكومات ومؤسساتها بمنافسة جمهور المدخرين في الطلب على أسهم الشركات وحيازتها وحرمان السوق منها من جهة، علاوة على منافسة الأوراق المالية الحكوميـة والأوعيـة الادخاريـة للبنوك في تحجيم الطلب على الأوراق المالية للشركات مـن جهـة أخـرى، ناهيـك عـن تفضـيل السـيولة في الاستثمار قصير الأجل: لقد اتجهت معظم المدخرات الخاصة نحو الودائع الادخارية لدى البنـوك التجاريـة وصناديق الادخار، نظرا لما يتطلبه الاستثمار في سوق المال مـن تـوافر مسـتوى عـال مـن الـوعي الادخـاري والتوظيفي لدى المدخرين.

تاسعاً: ضعف المؤسسات العاملة في مجال خدمة الأسواق المالية

تفتقر الأسواق الخليجية إلى المؤسسات الصانعة للسوق، ومؤسسات الحفظ والإيداع المركزي، وشركات التسوية والمقاصة، والتي من شأنها التقليل من مخاطر الإخفاق، التي يتعرض لها المتعـاملون، بالإضـافة إلى زيادة سرعة تبادل الأوراق المالية، كما يسجل أيضا نقـص في شركـات الـترويج وضـمان الاكتتـاب والوكـالات المحلية لتصنيف، وتقييم الملاءة الائتمانية، وهي تلعب دورا كبيرا في إنجاح عمليـة الخصخصـة، وخاصـة في الأوقات التي يتم فيها طرح كميات من الأسهم يصعب على السوق استيعابها.

عاشراً: ضآلة عرض الأدوات الاستثمارية

تعاني الأسواق المالية الخليجية من نقص في الأدوات المالية الحديثة الجاذبة لرؤوس الأموال، ويبرز ذلك جليا من خلال سيطرة الأسهم ووسائل التمويل التقليدية على التعـاملات في الأسـواق. ويعـود ذلـك لعـدة أسباب منها: سيطرة النمط العائلي للشركات المساهمة في العديد من أسواق المـال الخليجيـة، مـما يترتـب عليه احتفاظ مؤسسي هذه الشركات بالغالبية العظمى مـن الإصـدارات الخاصـة بأسـهم الاكتتـاب سـواء الجديدة أو الإصدارات اللاحقة لهـا عنـد الزيـادة في رأس المـال، وهـذا مـا يحـرم السـوق مـن الإصـدارات الجديدة من الأسهم، ويجعل قاعـدة المسـاهمين والمتعـاملين ضـيقة للغايـة، طبيعـة أسـواق السـندات والتركيـز الرأسي لإصدارها من قبل الدولة ومؤسساتها العامة، حيث اعتمدت الحكومات الخليجية في الآونة الأخـيرة عـلى الاقتراض المحلي لتمويل العجز في الموازنة العامة مـن خـلال طرحهـا للسـندات للاكتتـاب العـام، غـير أن الـنمط المؤسسي لتملك هذه السندات قد حال دون تداولها في السـوق، فمعظـم الإصـدارات مـن هـذه السـندات يـتم الاكتتاب بها من قبل البنوك وشركات التأمين وصناديق التقاعد، وهذه المؤسسات تحـتفظ بهـذه السـندات دون

طرحها للتداول، وقد انعكس ذلك في ضآلة ما هو معروض من هذه الأدوات في الأسواق الثانوية، بالإضـافة إلي ضعف أسلوب توزيع الاكتتابات: لقد كان أسلوب التوزيع قائما على الاتصـال الشـخصي المبـاشر، وذلـك بسـبب الافتقـار إلى المؤسسـات التـي تقـوم بضـمان التغطيـة والمعاونـة في توزيـع الاكتتـاب، ناهيـك عـن محدودية أحجام التداول وقلة عدد الشركات المدرجة في هذه الأسواق.

حادي عشر: دقة الإفصاح وتدفق المعلومات[١]

تعد المعلومات روح الأسواق المالية والمصدر الرئيس لاتخاذ قـرارات الاسـتثمار سـواء بـالبيع أو الشراء، والاستمرارية في تدفقها وتوقيت نشرها وصحتها ودقتها ومصدقتيها هي الأساس في كفاية الأسـواق الماليـة، لقد أقرت المنظمة الدولية لهيئات أسواق المال عدداً من المبـادئ بخصـوص موضـوع الإفصـاح تـنص عـلى "الإفصاح الكامل والدقيق، وفي المواقيت المناسبة، عن المعلومات المالية ونتائج الأعمال والمعلومات الأخـرى اللازمة للمستثمر لاتخاذ قراره الاستثماري، إضافة إلى حصول مالكي الأوراق الماليـة أو مسـاهمي الشركـات على معاملة عادلة ومتساوية، خصوصاً في ما يتعلق بالحق في الحصول على البيانات والمعلومـات وحتـى لا تستغل المعلومات الداخلية لمصلحة فئة على حساب الأخرى، إضافة إلى إعـداد البيانـات الماليـة وتـدقيقها طبقاً للمعايير المحاسبية والمراجعة المقبولة دولياً".

تعاني الأسواق المالية الخليجيـة مـن غيـاب النصـوص القانونيـة الواضـحة والصريحـة المنظمـة لإشـهار المعلومات، والمتعلقة بالشركات وسير أعمالها وكشف حقيقة مراكزها المالية، وقد ترتـب عـلى غيـاب هـذه النصوص ضعف الرقابـة عـلى الشركـات المسـاهمة، وتعـذر تـوفير الضـمانات الأساسـية مـن ناحيـة صـحة المعلومات، ومن شأن هذا أن يزيد من احتمالات تعريض حقوق المستثمرين للضياع والتلاعب بمدخراتهم، ولعل هذا ما يخلق عدم الثقة بالسوق ويدفع المدخرين للإحجام عنه[٢].

لقد أسهم تدني مستوى الإفصاح والشفافية باعتماد العديد من المتعاملين في الأسواق الخليجية عـلى الإشـاعات التي يروجها المضاربون بهدف تعزيز حجم الطلب على أسهم بعض الشركات ورفع سعرها. وهـذا بـالطبع يسـبب خسائر كبيرة لصغار المستثمرين فمعايير المحاسبة الدولية لا تستخدم من قبل جميع الشركـات المسـاهمة، كـما أن جـودة التقـارير الماليـة متفاوتـة مـن سـوق إلى آخـر، فـالكثير مـن الشركـات لا تـوفر بيانـات وحسـابات

---

١- عاشور سهام، "مكانة الأسواق المالية في الاقتصاديات العربية وعوامل رفع كفاءتها"، مرجع سابق، ص ٤.
٢- Jorg Bley, "Are GCC stock markets predictable?", Elsevier, Volume ١٢, ٢٠١١, P ٢١٧-٢٣٧.

تفصيلية شاملة، وتقتصر على توفير الحد الأدنى للإفصاح كنشر الميزانية السنوية، وعادة ما يتأخر صدور هذه البيانات في كثير من الأحيان، كما أن النصوص القانونية في بعض الأسواق الخليجية لا تلزم الشركات المدرجة فيها بإصدار تقارير نصف أو ربع سنوية، فضلا عن ذلك فان الأسواق الخليجية تفتقر إلى وجود كفاءات فنية قادرة على فهم البيانات المالية في حالة توفرها.

ثاني عشر: جمود التشريعات والقوانين[1]

مازالت هناك تشريعات وقوانين لإدارة الاقتصاد الخليجي، لم يجر تحديثها، ومنها قانون الشركات وقانون البنوك وقانون الضرائب، وغيرها، حيث مازال الاقتصاد الخليجي يعاني من اختلالات هيكلية سببها الأزمات المالية والانفتاح على الأسواق العالمية بشكل غير مدروس، وتعارض القوانين والتشريعات بحسب كل دولة ووفق القانون لدول مجلس التعاون الخليجي.

١- رشام كهينة، "واقع وآفاق الربط بين الأسواق المالية العربية في ظل التكامل الاقتصادي العربي"، مرجع سابق، ص ١٤٨.

# الفصل السادس

# نحو تطوير أداء البورصات العربية

إن كفاءة سوق الأوراق المالية تتوقف على مدى توافر المعلومات والبيانات للمستثمرين من حيث سرعة توفرها وعدالة فرص الاستفادة منها وتكاليف الحصول عليها، كما أن كفاءة السوق تسمح بكفاءة تخصيص الموارد المتاحة بما يسمح بتوجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحا. ويقصد بالكفاءة في سوق الأوراق المالية بأنها تلك السوق التي تتمتع بقدر عال من المرونة تسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق، بما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية، وتكون السوق كفأه إذا كانت الأسعار تعكس نظام المعلومات عن أداء الشركة المصدرة للأوراق المالية المتداولة في السوق[١].

ويستلزم تحقيق الكفاءة بهذا المفهوم تحقيق وتوافر مجموعة من الخصائص التنظيمية والإدارية للوصول إلى مستوى الكفاءة المعقول في السوق المالي، ولعل أبرزها[٢]:

- وجود هيئة عامة لأعضاء السوق المالية تتألف من وسطاء ووكلاء يقومون بعمليات التداول.

- وجود لجنة إدارية تضع أنظمة الأسواق المالية وتشرف على تطبيقها وتعمل على تطويرها وتراقب عمليات التداول عن كثب.

- وجود شروط لإدراج الأوراق المالية للشركات على لائحة السوق المالية لاستمرارية أو إيقاف هذا الإدراج.

- وجود قائمة للتداول تتجمع فيها طلبات البيع والشراء وأسعار الطلب والعرض التي تشمل جميع الأسهم المدرجة.

- وجود طريقة للتداول يتم من خلالها تنفيذ أوامر وتحديد أسعار الصفقات بسرعة.

- وجود صانعي الأسواق "Market Makers"مثل المتخصصين والمتاجرين المعتمدين الذين يقومون بتحريك السوق ويؤمنون سوقاً مستمرة ونشيطة في الأسهم.

- أن تكون معدلات العمولة منخفضة قدر الإمكان كي لا تحد من نشاط التداول.

- سرعة إتمام عمليات تسوية تبادل الأسهم وتسجيلها ونقل ملكيتها وتسديد ثمنها بسرعة كي لا يتأثر نشاط السوق.

---

١- د. مفتاح صالح، أ. معارفي فريدة، "متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية.. دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها"، مجلة الباحث، عدد (٧)، ٢٠٠٩.

٢- نبيل خليل طه سمور، "سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية و التطبيق.. دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا"، رسالة ماجستير، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، ٢٠٠٧، ص ٣٩.

- أن يخضع التداول الذي يقوم به الأشخاص في السوق للأنظمة والقوانين، وأن يتم مراقبة الشركات للتأكد من عدم استغلال المعلومات المتاحة لهم وفق وظائفهم ولتحقيق الأرباح السريعة.

- عدم وجود قيود على التعامل مثل تكاليف المعاملات أو ضرائب أو غيرها.

- للمستثمر الحق في بيع أو شراء الكمية التي يريدها من الأوراق المالية وذلك دون شروط وبكل سهولة ويسر.

- توافر معلومات كاملة عن الأوراق المالية الموجودة في السوق لجميع المتعاملين، وبدون تكاليف إضافية، وبما يسمح بأن تكون توقعات جميع المتعاملين متماثلة.

- في وجود عدد كبير جدا من المتعاملين بحيث لا يؤثر تصرف أي منهم على حركة أسعار السوق وبالتالي يقبل كل منهم السعر كأمر مسلم به.

- تمتع المتعاملين في السوق بالرشد الاقتصادي، وبالتالي سوف يسعى كل منهم إلى تعظيم منفعته الخاصة.

- مراعاة الكفاءة التخصصية وتوفير الأمن ضد المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر.

- كفاءة التشغيل: فلابد أن تتوفر كافة الآليات التي تمكن من إصلاح أي خلل في التسعير.

- كفاءة الأسعار: أي أن سعر الورقة المالية بناء على أساس معلوماتي وليس على أساس الإشاعات[١].

ويوجد نوعين من الكفاءة في سوق الأوراق المالية، وهما:

- الكفاءة الكاملة: ويقصد بها عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة، بشأن سعر السهم حيث يؤدي إلى تغيير فوري في السعر، فتوقعات المستثمرين متماثلة، والمعلومات متاحة للجميع وبدون تكاليف، وعليه تتحقق الكفاءة الكاملة في ظل توافر الشروط التالية: شفافية المعلومات وسرعة انتقالها للجميع وبدون تكاليف، حرية المعاملات من أي قيود كتكاليف المعاملات أو الضرائب، ولا قيود على دخول أو خروج أي مستثمر من السوق، أو على بيعه وشرائه لأي كمية من الأسهم وللشركة التي يرغب فيها، تواجد عدد كبير من المستثمرين، رشادة المستثمرون وسعيهم نحو تحقيق أعظم منفعة ممكنة[٢].

---

١- نبيل خليل طه سمور، "سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية و التطبيق.. دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا مرجع سابق،ص٤٠.

٢- الكبيسي أحمد حسين راشد، "مقومات نجاح السوق المالية"، مجلة السوق، مجلة فصلية تصدر عن سوق الدوحة للأوراق المالية، قطر، العدد الخامس ٢٠٠٥.

- الكفاءة الاقتصادية: وفقا لمفهوم الكفاءة يتوقع وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات وانعكاسها على أسعار الأسهم، وذلك يعني أن القيمة السوقية تكون أكبر أو أقل من القيمة الحقيقية لبعض من الوقت مما يؤدي إلى فرض تكاليف المعاملات والضرائب نتيجة الفارق في السعر، وتقوم الكفاءة الاقتصادية أساسا على مبدأ سعي الغالبية من المتعاملين منهم في السوق إلى تعظيم ثرواتهم[١].

أما بالنسبة لتحديد الصيغ المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية، فأنه يجب إدراك طبيعة العلاقة بين القيمة السوقية للسهم من جهة وبين المعلومات والبيانات التي تحدد قرار المستثمر في هذه الأسهم من جهة أخرى، لذا نستعرض فيما يلي المستويات الثلاث للمعلومات التي تعكس أسعار الأسهم محل التداول في السوق[٢]:

- الصيغة ضعيفة الكفاءة: وتسمى أيضا بـ"نظرية الحركة العشوائية للأسعار" ووفقا لهذه الصيغة يفترض أن المعلومات التاريخية بشأن التي جرت في الماضي (سواء في الأيام أو الأشهر أو السنين) لا تؤثر على سعر السهم الحالي، ولا يمكن الاستفادة منها للتنبؤ بالتغيرات المستقبلية في الأسعار، ولذلك فإن التغيرات المتتالية في أسعار الأسهم مستقلة عن بعضها البعض ولا يوجد بينها أي علاقة واضحة، ومن هنا يطلق على الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق بالحركة العشوائية للأسعار باعتبار أن التغير في السعر من يوم لأخر لا يسير على نمط واحد.

- الصيغة متوسطة الكفاءة: يقتضي هذا الفرض بأن الأسعار الحالية للأسهم لا تعكس التغيرات السابقة فقط في أسعار الأسهم، بل تعكس كذلك كافة المعلومات المتاحة للجمهور أو التوقعات التي تقوم على تلك المعلومات حول الظروف الاقتصادية، ظروف الشركة، التقارير المالية وغيرها، وفي ظل الصيغة المتوسطة لكفاءة السوق يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم لما يتاح من تلك المعلومات حيث تكون الاستجابة ضعيفة في البداية لأنها تكون مبينة على وجهة نظر أولية بشأن تلك المعلومات غير أنه إذا أدرك المستثمر (ومنذ اللحظة الأولى) القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يكون عليها سعر السهم في ظل تلك المعلومات سوف يحقق أرباح غير عادية مقارنة بنظرائه المستثمرين[٣].

---

١- رفيق مزاهدية، "كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات.. دراسة حالة سوق الأسهم السعودية"، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التيسرية، جامعة باتنه، الجزائر، ٢٠٠٧.

٢- بن اعمر بن حاسين، "فعالية الأسواق المالية في الدول النامية.. دراسة قياسية"، مرجع سابق.

٣- نادية أمين محمد على، ورقة عمل بعنوان "تحليل أسواق الأوراق المالية"، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات.. آفاق وتحديات"، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، ٦ – ٨ مارس ٢٠٠٧م.

- الصيغة قوية الكفاءة: وفقا لهذه الصيغة يفترض أن تعكس الأسعار الحالية بصفة كاملة كل المعلومات المتاحة للعامة والخاصة، فهذه الصيغة اختبرت بطريقة غير مباشرة من خلال قياس العائد الذي تحققه فئات معينة من المستثمرين يفترض أن لها وسائلها الخاصة في الحصول على معلومات لا تتاح لدى مستثمرين آخرين بذات السرعة، ويقوم بها المؤسسات المالية المتخصصة في الاستثمار، والمتخصصون في تحليل الأوراق المالية.

ينشغل السوق الكفء أساسا بأسعار الأسهم التي تعكس المعلومات الجديدة التي ترد إليه، وعن مدى الاستجابة لها ومدى السرعة في تحليلها، وإن الخلاف حول أي من الصيغ الثلاث السابقة الذكر تحظى بتأييد أقوى من قبل المحللين الماليين ينحصر في طبيعة تلك المعلومات، ومدى سرعة استجابة الأسعار لها، وإن هناك علاقة وثيقة بين مفهومي كفاءة السوق وحركة الأسعار العشوائية، فكلما زادت الكفاءة ازدادت عشوائية الأسعار، والعكس صحيح[1].

ومن خلال ما سبق يمكن طرح أهم محاور الرؤية المقترحة لتطوير أداء البورصات العربية على النحو التالي:

---

١- رفيق مزاهدية، "كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات.. دراسة حالة سوق الأسهم السعودية"، مرجع سابق.

المحور الاول: أسباب تفوق البورصات الاجنبية

بالتطبيق على البورصات الأجنبية سنجد أنها حاولت توفير مقومات النجاح لسوق للأوراق المالية وإحاطتها بالضمانات اللازمة من النواحي القانونية والتنظيمية والإدارية، وهذا لتفادي العقبات التي تقف كحجرة عثرة أمام عملية تطويرها، الأمر الذي يساعد في إنجاح مسيرة السوق و قيامها لدورها وواجبها بفاعلية وتوفير السيولة للمستثمرين، ومن أهم هذه العوامل[1]:

- وجود نظام اقتصادي رأسمالي حر يتميز بوجود حافز الربح الذي يشجع الأفراد على تشغيل أموالهم أملا في إنمائها والحصول على أكبر عائد ممكن، ومن غير الممكن تصور قيام أو اعتماد بورصة للأوراق المالية في ظل سيادة الدولة على الاقتصاد أو تهميش أو غياب القطاع الخاص، أو تجميد مشاريع الخصخصة أو مشاريع تنازل الشركات العمومية التابعة للدولة عن حصص من رأسمالها للعمال أو للمواطنين أو لهيئات محلية أو خارجية، و فتح رؤوس أموالها أمام المدخرين، الأمر الذي سيؤدي – في حالة اعتمادها - تلقائيا إلى تنشيط عملية الادخار الذي يفضي بدوره إلى إقامة سوق الأوراق المالية.

- الاستقرار السياسي والاقتصادي وذلك من خلال توافر فلسفة اقتصادية واضحة المعالم تتبناها الدولة التي تسعى لتنظيم سوقها، تقوم على الإيمان بالحرية الاقتصادية كمنهج عمل، وبالدور الريادي الذي يمكن أن يلعبه القطاع الخاص، ومدى الرغبة لدى راسمي السياسات الاقتصادية في ممارسة هذا القطاع لدوره، باعتبار أن المهمة الأساسية لهذه الأسواق تقوم على تجميع المدخرات و الفوائد الخاصة ونقلها إلى أوجه الاستخدام لعملية الإنتاج.

- وجود شركات الوساطة المتخصصة في تحليل الأوضاع المالية للشركات المدرجة والاقتصاد الوطني[2].

- وجود عملة وطنية قوية تتمتع بحد معقول من استقرار قيمتها.

- مستوى من الدخل يعطي الأفراد القدرة على الادخار.

- توافر الوعي الاستثماري والثقافة بأهمية البورصة لدى الأفراد.

- وجود جهاز مصرفي متكامل، سليم وفعال لما له من دور بالغ الأهمية في عملية الوساطة بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز في التمويل.

---

١- بن عزوز عبد الرحمن، "دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس"، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، ٢٠١٢، ص ٦٥.

٢- بن اعمر بن حاسين، "فعالية الأسواق المالية في الدول النامية.. دراسة قياسية"، مرجع سابق، ص ١٤٠.

- وجود تشريعات قانونية واضحة صريحة وقوية تشجع قيام ظاهرة السمسرة والوساطة والوكالات لضمان التصريف والتجديد والابتكار وزيادة ثقة المستثمرين بالأوراق المالية المتداولة.

- وضع التشريعات والتنظيمات الفعالة لتنظيم عمليات التبادل في سوق الأوراق المالية، على أن تكون هذه التشريعات متفقة مع خصائص وطبيعة المجتمع من الناحية الاقتصادية والاجتماعية لحماية المستثمرين والاقتصاد الوطني.

- توفير مؤسسات متخصصة في تحليل البيانات المالية والاستثمارية.

- فرض عقوبات شديدة ضد نشر معلومات مالية مضللة للشركات بهدف التأثير على حركة التعامل في سوق الأوراق المالية.

- وجود نظام سليم للمحاسبة يوفر القدر الكافي من المعلومات الملائمة التي تمكن المستثمرين من استخدامها للاختيار بين البدائل.

- توافر المعلومات والبيانات: أي أن يكون باستطاعة المشاركين في السوق الحصول على المعلومات حول حجم وأسعار التعاملات السابقة (البيع والشراء) في وقته وبدقة تامة[1].

- توفر السيولة: وهي القدرة على بيع وشراء الأصول بسرعة وسهولة، وبسعر محدد ومعروف، أي عدم حصول تغير كبير وفجائي في سعر السهم بين معاملة وأخرى إلا إذا توافرت معلومات جديدة هامة وجوهري.

- العمق: أي وجود عدد كبير من البائعين والمشترين المحتملين الراغبين في إجراء المعاملات بأسعار تزيد أو تقل عن سعر السوق الجاري.

- انخفاض كلفة التعاملات: كلما كانت الكلفة منخفضة كلما كان السوق أكثر كفاءة، وتقاس على أساس نسبتها إلى قيمة المعاملة، وتسمى الكفاءة الداخلية.

- وجود سوق لرأس المال منظمة جدا تضم عدد كبير من المتعاملين سواء كانوا مستثمرين أو مقترضين، حيث أنه كلما زاد عدد المستثمرين زادت درجة الكفاءة الهيكلية التي تعكس درجة المنافسة في السوق.

- وصول نتائج تحليل المعلومات المنشورة من قبل مختلف مصادر المعلومات المالية إلى العملاء بسرعة فائقة وفي نفس الوقت تقريبا، مما يعني استجابة فورية لتنعكس مباشرة في سعر الأوراق المالية قيد التداول، وما يميز هذه الاستجابة استحالة إنفراد أي من المستثمرين بميزة السبق في شأن الحصول على تقييم للسعر الذي يباع به السهم[2].

---

١- رشام كهينة، "واقع وآفاق الربط بين الأسواق المالية العربية في ظل التكامل الاقتصادي العربي"، مرجع سابق.
٢- إيهاب الدسوقي، "اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٠.

- فور وصول هذه المعلومات الجديدة والتي هي بمثابة أنباء قد تكون سارة أو غير سارة، يعمل المستثمرين على تقدير قيمة الأصل سواء بالارتفاع أو الانخفاض، وللإشارة أنه لا وجود لفاصل زمني بين الوصول إلى نتائج محددة بشأن القيمة الحقيقية للسهم وحصول كافة المستثمرين عليها.

- استجابة أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية، وعلى وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه والتي من شأنها تغيير نظرتهم في الشركة المصدرة للسهم، حيث تتجه أسعار الأسهم صعوداً أو هبوطاً وذلك تبعاً لطبيعة الأنباء إذا كانت سارة أو غير سارة(١).

خلاصة القول أنه من أهم عوامل وأسباب نجاح وتفوق أداء أسواق الأوراق المالية الأجنبية هي قدر عال من المرونة يسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق، بما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية، بالإضافة إلى وجود عدد من المستثمرين الذين يسعون إلى الحصول على المعلومات وتحليلها للاستفادة منها في تحقيق أرباح غير عادية، وهو ما يؤدي إلى تغيير سريع في القيمة السوقية للسهم لتعادل القيمة الحقيقية وحينئذ تتحقق الكفاءة المنشودة.

---

١- Eric Benhamou, Thomas Several, "On the Competition between ECNs, Stock Markets and Market Makers", Alexandria & Cairo Exchange, Egypt, December ١٩٩٩.

المحور الثاني: آليات تطوير البورصات العربية

مما لا شك فيه أن التطورات والتغيرات المالية والمصرفية التي يشهدها العالم تفرض على الدول العربية إعادة النظر في طبيعة عمل وهيكل ومقومات اقتصادها بشكل عام وأسواق الأوراق المالية بشكل خاص، حيث أن الواقع العملي قد أثبت أن الخطوات التي اتخذتها أسواق الأوراق المالية العربية نحو تطوير أداها على المستوى التشريعي والتنظيمي والرقابي والمؤسسي، لم تكن كافية وأنها لا تزال بحاجة إلى المزيد من الدعم من مختلف الجهات لتمكين الأسواق المالية من القيام بدورها الحيوي والهام في تعزيز النمو الاقتصادي وزيادة الادخار والاستثمار[1].

ذلك أن وجود البورصات العربية يحقق عدد من المزايا أهمها: إضافة درجة عالية من السيولة للأصول المالية العربية وإدخال شرائح أكثر واكبر من المستثمرين إلي المشروعات الخليجية بما يؤدي إلي زيادة معدلات النمو الاقتصادي، وتساعد على إعادة تخصيص الموارد العربية بكفاءة اقتصادية أعلى بما يحدث التوازن المطلوب بين مجموع المدخرين العرب ومجموع المستثمرين، تساعد على تحقيق الاعتماد الجماعي على الذات العربية ولتكوين تنمية مستقلة في ظل العولمة والاتجاه للمزيد من التكتلات الاقتصادية، مقابلة احتياجات التنمية الاقتصادية في الدول العربية التي لا تستطيع البنوك التجارية بإمكاناتها المحدودة تحمل مسئوليتها، تمثل وسيلة من وسائل الاستثمار وتجميع الادخار بطريقة غير تضخمية، تقل من مخاطر وجود الأموال العربية في الاقتصاديات المتقدمة خاصة بعد أحداث الحادي عشر من سبتمبر ٢٠٠١، توفير السيولة اللازمة للتبادل التجاري وتعميق العلاقات الاقتصادية العربية – العربية، وتسمح بحرية الدخول والخروج من أسواق الأوراق المالية في وقت نسبي قصير، تضمن الحصول على الحقوق المتبادلة للمتعاملين في هذه الأسواق، تتيح التنويع للمحافظ الكبرى للدول وكبار المتعاملين، تساعد على التنويع الأكفأ للموارد على أحسن المشروعات الاستثمارية العربية[2].

ومن أجل تمكين أسواق الأوراق المالية العربية من القيام بدورها المطلوب من خلال استكمال بنيتها التحتية سواء من النواحي التشريعية أو المؤسسية أو التقنية أو حتى من حيث تنوع الأدوات المالية المتداولة فيها، فأنه يمكن استخلاص بعض الدروس والأدوات من تجربة سوق الأوراق المالية الأجنبية التي استطاعت خلال الفترة الأخيرة تحقيق قفزات

١- سامي حطاب، ورقة عمل بعنوان "تطور الأسواق المالية العربية فرص التكامل والتنافس"، مقدمة في مؤتمر الملتقى السنوي الثاني لسوق رأس المال الفلسطيني، سوق فلسطين للأوراق المالية، رام الله، فلسطين، ٢٠٠٨.
٢- حسين عبد المطلب الاسرج، "آليات تفعيل البورصة العربية الموحدة"، مرجع سابق، ص ٣٧.

نوعيـة بالمقارنـة مـع أداء أسـواق الأوراق الماليـة العربيـة التـي تكبـدت خسـائر فادحـة جـراء الأحـداث الاقتصادية والسياسية التي شهدها العالم خـلال الفـترة الماضـية، وذلـك بهـدف بلـورة اسـتراتيجية لتطـوير أسواق الأوراق المالية العربية كما يلي:

أولاً: بالنسبة لتحفيز العرض

١- تشجيع الطرح العام في جانب الأسهم: حيث يستلزم ذلـك القيـام بمجموعـة مـن الإجـراءات لـدعم طرح المزيد من إصدارات الأسهم ومن المهم تلافي أوجه القصور في عمليات الطـرح السـابقة مثـل: التركيـز القطاعي للشركات المصدرة للأوراق المالية، ونقص كفاءة التسعير، ومـن هـذه الإجـراءات توسـيع عمليـات الخصخصة واستكمال ما بدأ منها حيـث يضـمن ذلـك طـرح المزيـد مـن الأوراق الماليـة وينشـط البورصـة ويساهم بتوسيع قاعدة الملكية ويخفض من درجة التركيز القطاعي، مع الأخذ في الاعتبـار أهميـة التقيـيم الكفء في تسعير الأوراق المالية لهذه الشركات لدعم استقرار السوق بعد عملية الطرح للاكتتاب[١].

٢- تمييز شركات الطرح العام بجملة مـن الإعفـاءات والحـوافز الضريبيـة وتخفـيض رسـوم القيـد عـلى شركات الطرح العام.

٣- تنمية الأدوات المالية المستحدثة وإدراج الأدوات المالية الجديدة.

ثانياً: بالنسبة لتحفيز الطلب

١- دعم توجه الأفراد للادخار والاستثمار من خلال تعزيز جهود التوعية ضمن خطط إعلامية وتربويـة تهدف للتعريف بالفرص المتاحة للاستثمار[٢].

٢- زيادة العوائد المحققة من الاستثمار في الأوراق المالية من خلال: الحفاظ على الاسـتقرار النقـدي في حدود ملائمة للحد من التضخم خاصة أن التضخم سيؤدي إلى رفع أسعار الفائدة وبالتالي انخفاض الأسـعار السوقية للأسهم والسندات، تشجيع الشركات المدرجة بالبورصة على توزيع نسب ملائمة من أرباحها الأمـر الذي يساعد بشِكل كبير في جذب شريحة واسـعة مـن المـواطنين السـاعين لرفـع مـن مسـتواهم المعـيشي، تخفيض الضرائب المفروضة على عوائد الأوراق المالية إن وجدت.

٣- تقليل مخاطر الاستثمار المالي والتكاليف الضمنية في التعـاملات بـالأوراق الماليـة مـن خـلال إيجـاد نظم تأمين على محافظ الأوراق المالية، ونشر البيانـات والمعلومـات الكافيـة عـن المراكـز الماليـة للشركـات وأرباحها بصفة دورية.

---

١- شذا جمال الخطيب، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال"، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، الأردن، ٢٠٠٨.
٢- حسين عبد المطلب الأسرج، "دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر"، مرجع سابق.

٤- الرفع من سيولة السوق من خلال:

٥- تيسير للمستثمرين عملية الحصول على قروض بضمان الأوراق المالية.

٦- حث الشركات على القيام بإصدارات بقيم إسمية منخفضة توجه لصغار المدخرين ما يضمن لهم توزيع المدخرات وتقليل المخاطر.

٧- التوسع في إنشاء صناديق الاستثمار الموجهة لحشد مدخرات صغار المدخرين.

٨- تنويع الأدوات الاستثمارية داخل البورصات العربية بما يراعي قدرات الاستثمار لدى كافة شرائح المستثمرين داخل السوق.

٩- التوسع في إنشاء شركات الصانعة للسوق داخل البورصات العربية.

ثالثاً: دعم الإفصاح والشفافية في البورصات العربية من خلال:

١- تطوير المواقع الإلكترونية للبورصات العربية وتحديثها باستمرار لتتضمن كافة المعلومات والبيانات التي يحتاجها المستثمرين.

٢- دعم إنشاء شركات تتولى نشر المعلومات وذلك باعتماد من هيئات أسواق المال في الدول العربية[١].

رابعاً: الاهتمام بالأمور التنظيمية الرقابية، من خلال

١- حث الجهات المشرفة على البورصات العربية للعمل على التطوير المستمر للقوانين والأحكام والأنظمة والتعليمات المنظمة لعمل البورصات، وتعزيز عملية الفصل بين الدور الرقابي والدور التنفيذي في البورصات العربية.

٢- تعزيز المنظومة الإجرائية لمكافحة عمليات الغش والتلاعب في تداول الأوراق المالية داخل البورصات العربية بقدر الإمكان، والعمل على تخفيض تكاليف التداول[٢].

٣- تطبيق مبادئ حوكمة الشركات.

٤- تنظيم عمل شركات الوساطة المالية داخل البورصات العربية وتشمل هذه الشركات كل من (شركات السمسرة، وشركات الترويج وتغطية الاكتتاب) وتكتسب هذه الشركات أهميتها من خلال الدور الهام الذي تقوم به داخل البورصات ... وكذلك قدرتها على رفع من كفاءة البورصات، لذا فقد بات من الضروري تنظيم عملها وربطها الكترونياً

---

١- بن دحان الياس الأزهر، "دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الاقتصادي العربي.. دراسة حالة الدول المشاركة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي"، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة محمد خيضر – بسكرة، الجزائر، ٢٠١٣، ص ١١٢.

٢- عاطف علاونة، ورقة عمل بعنوان "الاستثمار في أسواق رأس المال ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية"، مقدمة في الملتقى الدولي السادس للمؤسسات المالية والاستثمارية، دمشق، ١٧-١٨ نوفمبر ٢٠١١، ص ٨.

بالبورصة وتنظيم قواعد العضوية الخاصة بذه الشركات ووضع معايير للملاءة المالية لشركات التغطية والترويج.

٥- تشجيع إنشاء شركات للاستشارة المالية تتخصص بتقييم وتصنيف الأوراق المالية، وتحليل وضعية الشركات المصدرة لها.

خامساً: ضرورة العمل على تهيئة المناخ الملائم للاستثمار

وذلك من خلال تحسين الأوضاع والظروف التي تتم فيها العملية الاستثمارية ومعالجة أوجه القصور التي تعاني منها أسواق الأوراق المالية العربية وتحد من إمكانات تطوير وربط هذه الأسواق سواء في مجال نقص المعلومات وعناصر الشفافية والإفصاح المالي وأساليب ونظم الإدارة المالية العاملة في أسواق رأس المال العربية مع استمرار العمل على تطوير واستكمال تنظيم الأطر القانونية والمؤسسية للأسواق المالية وإزالة بقايا الاختلافات في التشريعات والتنظيمات المنظمة للأسواق المالية العربية وتنسيق السياسات الاقتصادية الاستثمارية وخلق ودعم المؤسسات وأدوات التعامل الحديثة في الأسواق العربية، وأيضا التعاون في مجال تبادل الخبرات المستحدثة وخاصة في مجال تنشيط الأدوات المالية والاستثمارية الحديثة ودراسة إمكانية تقديم بعض المزايا والإعفاءات الضريبة لأدوات الاستثمار المالي لمدد محددة من تاريخ مباشرة النشاط، بالإضافة إلي إلزام شركات الوساطة بضمان الصفقات التي تتم من خلالها حتى لو اخفق عملاؤها[1].

سادساً: إعداد خطة إعلامية لنشر الوعي الاستثماري

والتعريف الإعلامي بفرص وإمكانيات مزايا الاستثمار المالي بين الدول العربية، ويمكن أن تتم التوعية المطلوبة من خلال الوسائل التالية:

١- الترويج للشركات المساهمة العربية من خلال تصميم موقع الكتروني لنشر بيانات كافية وسهلة الاستقراء على جمهور المستثمرين العرب بالإضافة إلي ما يتم نشره عند الدعوة للاكتتاب في إصدارات جديدة من الأسهم وبحيث تشتمل نشر الاكتتاب على كل ما يهم المستثمر العربي ويساعده على اتخاذ القرار المناسب له.

٢- تبسيط البيانات الدورية المنشورة عن أنشطة الشركات العربية وبصفة خاصة الميزانية السنوية وحسابي الأرباح والخسائر والتوزيعات وتقارير مجالس الإدارة ودراسة إمكانية

---

١- جابر محمد محمد عبد الجواد، ورقة عمل بعنوان "تفعيل تكامل البورصات العربية لتدعيم التكامل العربي (مع الإشارة إلي بعض بورصات دول مجلس التعاون الخليجي)"، مقدمة في مؤتمر "الأسواق المالية والبورصات.. آفاق وتحديات"، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، ٦ – ٨ مارس ٢٠٠٧م.

إرسالها للمساهمين حتى يكونوا على بينة بأحوال شركتهم وإشعارهم بأنهم ملاك حقيقيون للشركة، ومن ثم يتعمق مفهوم الملكية لديهم ويزيد من حماسهم للمساهمة في الشركات.

٣- دراسة إمكانية إعداد تقرير موحد عن أسواق الأوراق المالية وكيفية التعامل فيها، يتم تدريسه في الجامعات والمدارس التجارية العربية، وإمداد الأساتذة بالدراسات والتقارير التي تعكس تطورات هذه الأسواق، وأيضا ترتيب زيارات لطلاب الكليات والمدارس التجارية العربية للبورصات، تمكيناً لهم من المشاركة الايجابية في نشاط السوق بعد تخرجهم[١].

سابعاً: زيادة مستوى التدفقات المالية العربية البينية من خلال

١- العمل على إشراك مستثمرين في مشاريع إنتاجية قطرية إقليمية ومشتركة عن طريق إصدار أسهم وسندات.

٢- إدراج أسهم وسندات الشركات العربية في أكثر من سوق مالية عربية كوسيلة لتنشيط حركة رؤوس الأموال العربية.

٣- المساهمة بدور صانع السوق للأسهم Market Maker والسندات في عدد من البورصات العربية بهدف تأمين توافر السيولة اللازمة.

٤- الترويج للشركات العربية المتعددة الأقطار على طريقة الشركات المتعددة الجنسية.

٥- ابتكار وتطوير الأدوات المالية، وذلك حتى تتمكن البورصة العربية من تنمية المدخرات وتعبئتها، لأن في الأغلب المستثمر يشتري الورقة التي تحقق له أقصى منفعة من الاستثمار (مزيج من العائد والمخاطرة) وحيث أن المستثمرين يختلفون في درجة خوفهم من المخاطرة، فأن الورقة المالية التي تجذب مستثمراً معيناً، قد لا تجذب مستثمراُ آخر، وبالتالي فانه لزيادة عدد المستثمرين بالبورصة العربية، يلزم وجود أوراق مالية ذات جاذبية لمختلف المستثمرين والمدخرين، لأن زيادة عدد المستثمرين بالسوق يؤدي لزيادة كفاءة السوق، لذلك فانه يجب تطوير كل من سوق الأسهم وسوق السندات، على النحو التالي[٢]

ثامناً: فيما يتعلق بتنشيط سوق الأسهم

١- ضرورة التوسع في إصدار الأسهم لحاملها حيث تكون الأسهم العادية إما مسجلة (اسمية) أو تكون أسهم لحاملها، وفي حين يسمح لحاملها حضور اجتماع الجمعية العامة، ألا انه لا يكون لهم حق التصويت، وسوف يعمل التوسع في إصدار مثل هذه الأسهم على

---

١- حسين عبد المطلب الاسرج، "آليات تفعيل البورصة العربية الموحدة"، مرجع سابق، ص ٤٠.

٢- حسين عبد المطلب الاسرج، "آليات تفعيل البورصة العربية الموحدة"، مرجع سابق، ص ٣٩.

تنشيط السوق من خلال جذب مستثمرين جدد يرغبـون في الـدخول في مجـال الاسـتثمار في الأسـهم دون الإعلان عن أسمائهم.

٢- ضرورة وجود أسهم ممتازة، حيث أن حامل السهم الممتـاز لـه الحـق في توزيعـات سـنوية تتحـدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسـهم، كـما أن لـه أولويـة عـلى حملـة الأسـهم العاديـة في أمـوال التصفية، وفي ضوء انخفاض أسعار الفائدة فان إصدار مثل هذه الأسهم قد يتضمن إعطاء المنشأة الحق في استدعاء الأسهم التي أصدرتها، مقابل مبلغ يفوق القيمة الاسمية للسهم، وإحلالهـا باسـهم ممتـازة أخـرى ذات معدل ربح منخفض مما يؤدي لخفض تكلفة التمويل بالمنشأة[١].

٣- التوسع في إصدار أنواع متعددة من الأسهم العادية، لان هذه الأسهم تأتي في مقدمة الأوراق الماليـة التي تتداول في أسواق رأس المال، ويمكن أن يتم إضافة عـدة أنـواع مـن هـذه الأسـهم لجـذب مزيـد مـن المستثمرين، مثل ما يلي[٢]:

- الأسهم العادية المضمونة، وهي تلك الأسهم التي تعطي لحاملها الحق في مطالبة المنشـأة بـالتعويض إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم عند مستوى معين خلال فترة محددة عقب الإصدار، وهـذا النـوع من شأنه أن يجذب نوعية المستثمرين المترددين في التعامل في أسواق رأس المال.

- الأسهم المخصصة للعاملين، بأن تعامل الحكومات العربية في ظـل خصخصـة الشركـات المملوكـة لهـا بتخصيص نسبة للعاملين في هذه الشركات لزيادة عدد المستثمرين في الأوراق المالية.

- تشجيع إنشاء صناديق الاستثمار العربية، ففي معظم الدول العربية قد تكون الموارد الماليـة المتاحـة للمستثمر العادي قليلة إلي الحـد الـذي لا يمكنـه مـن تشـكيل محفظـة أوراق ماليـة تحقـق لـه تخفـيض المخاطر، بالإضافة إلي نقص الخبرة الاستثمارية لديه، ولذلك فان بناء محفظة من الأوراق المالية تتوافر فيها كافة متطلبات التنوع بما يتلاءم مع المستثمر الصغير والكبير في أي قطر من شراء حصة أو أكثر في حدود ما تسمح به موارده المالية كما يمكن للشركات وأيضا الحكومات المشاركة في مثل هذه الصناديق.

---

١- حسان حضر، "تحليل الأسواق المالية"، سلسلة دورية، تعني بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد ( ٢٧ ) مارس ٢٠٠٤.

٢- Rima Turk Ariss, "Calendar anomalies in the Gulf Cooperation Council stock markets", Elsevier, Volume ١٢, ٢٠١١, p ٢٩٣-٣٠٧.

تاسعاً: فيما يتعلق بتنشيط سوق السندات

تشكل السندات نحو ٧٠% من حجم التعامل في أغلب أسواق المال في العالم، إلا أن سوق السندات في البورصات العربية تبدو محدودة بالنسبة لهذه الورقة الهامة، على الرغم من الاتفاق على أن سوق السندات قد تفوق أهميته سوق الأسهم في خلق حركة نشطة داخل السوق وذلك في السنوات الأولى من عمر السوق، حيث تتزايد الممارسات غير الأخلاقية، فالسندات تتميز بالعائد المعروف مسبقا بالإضافة إلي ضآلة المخاطر، حيث تتمتع السندات بالاستقرار والبعد عن التذبذب في الأسعار الذي تعاني منه الأسهم، وبالتالي فان السندات تعتبر ملاذ آمناً للاستثمار لأنها تحتفظ بقيمتها ثابتة ومخاطرها قليلة ومحسوبة[١].

وتلجأ الشركات إلى استخدام السندات لتمويل أنشطتها باعتبارها مصدراً قوياً للتمويل أكثر استقراراً واقل تكلفة مما يتيح لها التوسع في أنشطتها وتنويع محافظها المالية والمشاركة في مشروعات جديدة، ولكي تلعب السندات هذا الدور المتميز لابد لها أن تتصف بالتنوع والملائمة خاصة لصغار المستثمرين.

ويمكن تنشيط ذلك السوق، من خلال ما يلي[٢]:

١- ربط تمويل العجز في الموازنة العامة بتطوير سوق الأوراق المالية وذلك بالاقتصار في التمويل مستقبلا على إصدار السندات والأذون ذات الآجال المختلفة وبأسعار فائدة سوقية مناسبة وطرحها للاكتتاب العام، بغية جذب مدخرات الأفراد من ناحية، وتمويل جانب من العجز بمصادر غير تضخمية وترشيد الإنفاق العام، على أن يتم الجزء الكبير من الطرح عن طريق شركات التعامل والمتاجرة في السندات مع مراعاة آليات السوق وأسعار الفائدة عند تحديد العائد وأيضا جاذبيته للمستثمر.

٢- طرح سندات طويلة الآجل لتمويل مشروعات البنية الأساسية بدلا من الاعتماد على تمويلها على الموازنة العامة للدولة.

٣- تشجيع الشركات المساهمة بإصدار السندات التي تتفق مع احتياجاتها التمويلية.

٤- الاهتمام بالسندات القابلة للتحويل إلي أسهم، وهي أداة مالية غير مستغلة في كثير من البورصات العربية، وهذا النوع من السندات يحمل إمكانية تغييره إلى سهم بحق ملكية إذا ما رغب حامل السند في ذلك، وهي من الأدوات التي تشجع المستثمر على التعامل

---

١- نادية بن شاعة، "إمكانيات وأهداف التعاون في مجال بورصات الأوراق المالية (دراسة حالة البورصات العربية)"، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي "الشلف"، الجزائر، ٢٠٠٧.

٢- حسين عبد المطلب الاسرج، "آليات تفعيل البورصة العربية الموحدة"، مرجع سابق، ص ٤٠.

في سوق الأسهم بصورة غير مباشرة من خلال الدخول إلي السوق عن طريق السندات والمتابعة من خلالها لأداء الشركة المستثمر فيها، فإذا ما أطمأن المستثمر إلي أدائها وأراد أن يمارس حقوق الملكية كحضور الجمعية العمومية والتصويت على اختيار الإدارة، يمكنه تحويل هذا السند إلي سهم.

٥- دراسة إمكانية إصدار سندات يرتبط عائدها بمعدلات التضخم التي تصدر عن البنوك المركزية وذلك لتغطية الانخفاض في القوة الشرائية للأموال المستثمرة في السندات.

٦- تشجيع بعض أنواع السندات المضمونة بالأصول الثابتة أو الرهن العقاري.

٧- الاهتمام بإصدار السندات بالعملات الأجنبية لجذب مزيد من رؤوس الأموال الأجنبية[١].

عاشراً: ابتكار وتطوير الأدوات المالية

وذلك حتى تتمكن سوق الأوراق العربية من تنمية المدخرات وتعبئتها، وذلك من خلال دراسة إدخال المشتقات في البورصات العربية، حيث أدى التطور في صناعة الاستثمار في الأوراق المالية إلي استحداث العديد من الأدوات المالية والتي من أبرزها المشتقات Financial Derivatives، وقد نشأت هذه الأدوات لإدارة المخاطر وتطور استخدامها بحيث أصبحت الآن من أهم أدوات الاستثمار، حيث ساعد التطور السريع في مجال المعلومات من حيث السرعة والدقة ودرجة الثقة إلي تعدد المراكز المالية العالمية وتشجيع المضاربة والتوسع في التعامل خارج الحدود، وزيادة المنافسة بين المؤسسات المالية، الأمر الذي أدى إلى تدهور عوائد بعض هذه المؤسسات خاصة في الولايات المتحدة وأوروبا الغربية خاصة في ظل الرقابة المصرفية على أنشطتها، وفي ظل هذه الضغوط من المنافسة وتدهور العوائد[٢]، كانت المشتقات مخرجاً لهذه المؤسسات من ناحيتين، الأولى: أنها أدوات مالية توفر عوائد جديدة لهذه المؤسسات (خاصة المصرفية)، الثانية: أنها تنقل النشاط المصرفي من داخل الميزانية إلى خارجها، وبالتالي لا تخل بقواعد الرقابة المصرفية.

ومن ثم تعتبر المشتقات[٣]. من أهم أدوات التعامل الحديثة في الأسواق المالية العالمية، وقد بدأ التعامل في هذه الأدوات منذ أوائل السبعينيات مع التقلبات الحاد التي شهدتها الأسواق المالية، وفيما يتعلق بمعدلات العائد (أسعار الفائدة)، وأسعار الصرف، وأسعار الأسهم، وذلك بهدف التحوط ضد مخاطر التقلبات في تلك الأسعار، وقد تصاعد حجم

---

١- عبد المنعم محمد الطيب، "آفاق التعاون الاقتصادي العربي في ظل المتغيرات العالمية"، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، الجزائر، العدد ٠٢، سنة ٢٠٠٣

٢- René M. Stulz, "Demystifying Financial Derivatives", The Milken Institute Review, ٢٠٠٥.

٣- نشرة توعوية بعنوان "المشتقات المالية"، معهد الدراسات المصرفية، الكويت، العدد الثاني، ٢٠١٠.

التعامل في الأدوات المالية المشتقة خلال الثمانيات وبشكل واضح خـلال التسـعينيات، نظـراً لزيـادة هـذه المخاطر مع تزايد اللجوء إلي التمويل من خلال الأسواق المالية الدولية.

وتعرف المشتقات على أنها عقود مالية تشتق قيمتها مـن الأسـعار الحاليـة للأصـول الماليـة أو العينيـة محل التعاقد (مثل الأسهم والسندات والنقد الأجنبي والذهب ... الخ)، بهدف التحوط ضد مخاطر التغيـير المتوقع في أسعار تلك الأصول، وخاصة أنها تحقق العديد من المزايا، من أهمها الحـد مـن المخـاطر، زيـادة إيرادات المنشآت، وتتكون الأدوات المالية المشتقة مـن عـدة أنـواع، أهمهـا: عقـد الخيـار، العقـود الآجلـة، العقود المستقبلية، عمليات المقايضة.

## الخاتمة

تعتبر أسواق المال مرآة حقيقية تعكس الأوضاع الاقتصادية للدول؛ حيث تعبر أسواق المال عن حقيقة النظم المالية والاقتصادية في أي دولة من خلال توضيح حقيقة أوضاع الشركات المقيدة ومدى قدرة ومساهمة هذه الشركات في التنمية الاقتصادية، ومن أهم وظائف الأسواق المالية توفير السيولة المالية، وذلك من خلال تحويل الاستثمارات طويلة الأجل إلى أصول سائلة.

وتكتسب سوق الأوراق المالية الجيدة أهمية بالغة على مستوى الاقتصاد القومي، حيث أنها تساعد في الإسراع بتنميته ورفع مستوى الناتج القومي فيه، وذلك لأنها تساعد على تجميع المدخرات وتوجيهها إلى الأنشطة الاستثمارية بأعلى العوائد الممكنة، كما أنها تتيح مصادر ميسرة للتمويل على أساس المشاركة، مما يشجع على زيادة الاستثمار، واستفادة أكبر نسبة من السكان من عوائد النمو من جهة أخرى، فان السوق المالية النشطة توجد وعاءً مناسباً للادخار والاستثمار، مما يقضي على المضاربات في المجتمع ويقلل من الاكتناز غير المنتج، كما يؤدي كل هذا إلي إيجاد فرص عمل جديدة تسهم في تخفيف حدة لبطالة التي هي أحدى المشاكل الاقتصادية والاجتماعية للمجتمعات المعاصرة، وبالتالي فانه يمكن القول بان السوق المالية النشطة تعمل على رفع مستوى المعيشة للمواطنين، وتسهل عملية اللجوء إلي رؤوس الأموال الأجنبية، وتساعد على اجتذاب الاستثمار الأجنبي المباشر، واستثمارات المحفظة بأساليب مكملة للادخار المحلي[1]، ومن ثم تحقيق التنمية الاقتصادية المستدامة لأي دولة، ودول مجلس التعاون الخليجي قطعاً لن تكون الاستثناء، بل بالعكس من ذلك، فخصوصية الوضع في دول الخليج قد تضفي على هذا الدور أهمية جديدة، وتقدم مزيداً من الاعتبارات والمسوغات ليس فقط لإنشاء هذه الأسواق، وإنما أيضا لاتخاذ جميع التدابير اللازمة لتطويرها.

وتعتبر الدول العربية دولا حديثة العهد بالبورصات في ما عدا البورصة المصرية، حيث لم تسْتكِمل أغلب البورصات العربية إطارها المؤسساتية إلا في السبعينات (بالنسبة للبورصات التي أنشئت قبل السبعينات). وقد كان الدافع وراء تأسيس الحكومات العربية لبورصات الأوراق المالية العديد من الأسباب منها ما هو متعلق بإنجاح عمليات الخصخصة من خلال طرح أسهم شركات العامة للتداول والاكتتاب، ومنها ما هو متعلق

---

١- حسين عبد المطلب الأسرج، "دور البورصات العربية في دعم التكامل المالي العربي"، مجلة الوحدة الاقتصادية العربية، العدد (٣٣)، مجلس الوحدة الاقتصادية العربية، القاهرة، ٢٠٠٦، ص ٣٠.

بإدراكها أن لا غنى عن بورصات عربية متطورة وذات كفاءة عالية ومتكاملة لاستعادة الأموال العربية المهاجرة، وكذلك نتيجة ارتفاع حجم الفوائض المالية التي حققتها الدول النفطية في الوقت الذي تشح فيه الموارد المالية وبشدة في دول عربية أخرى، وتعتبر بورصات الأوراق المالية النشطة والمنظمة تلك القناة التي تسهل عملية انتقال هذه الفوائض إلى دول العجز.

وقد واجهة البورصات العربية العديد من التحديات والعوائق التي حالت بينها وبين تحقيق أهدافها، لذلك فقد أطلقت الحكومات العربية العديد من برامج الإصلاح التي تهدف من خلالها إلى تطوير البورصات العربية حتى تكون قادرة على تحقيق أهدافها، حيث أكدت هذه البرامج على أهمية دور القطاع الخاص من خلال توسيع برامج الخصخصة وتعديل القوانين المتعلقة بإنشاء شركات المساهمة[1].

ورغم ما بذِلَ من جهود لتطوير البورصات العربية ورغم التفاوت في درجة تطورها وانفتاحها إلى أنها لا تزال تعاني من ضعف قدرتها على الاستيعاب ومحدودية أدائها وضآلة دورها داخل اقتصادياتها، وقد أظهر تقييم أداء البورصات العربية خلال الفترة من ٢٠٠٩ إلى الربع الأول من ٢٠١٤، ضعف معدل نموها والذي عكسه ضعف تطور قيمتها السوقية.

وقد ساهمت العولمة المالية وعمليات التحرير المالي وتبني سياسة الانفتاح إضافة إلى التقدم التكنولوجي خاصة في مجال الاتصالات والمعلومات، في زيادة ترابط أسواق أوراق المالية الأكثر تقدما في كل من الولايات المتحدة الأمريكية، وأوروبا، واليابان، بحيث أصبحت أكثر تكاملا وارتباطا وتشابها في خدماتها بل وأسواق كفء تحقق تخصيص كفأ للموارد الاقتصادية بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، الأمر الذي يفرض على الدول العربية تطوير أسواقها المالية ودعم أدائها محلياً وتيسير تدفقات رؤوس الأموال داخلياً، وخاصة أن أغلبها مازال في مراحله الأولى، ويواجه كل العديد من العراقيل وفي جميع المجالات، تتمثل في قصور التشريعات الاقتصادية والمالية، وإن وجدت فهي تفتقر للوضوح بالإضافة إلى تأخر برامج الخصخصة وقصور دور شركات الوساطة، كما تعاني أسواق الأوراق المالية العربية من العديد من المعوقات في جانبي العرض والطلب على الأدوات المالية[2].

١- حسان حضر، "تحليل الأسواق المالية"، مرجع سابق.

٢- مناضل عباس حسين الجواري، "الأسواق المالية على المستويين العربي والعالمي.. مع تعليق قياسي"، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة كربلاء، العدد (٥)، ٢٠١٠.

وبنظرة ثاقبة إلى أسواق المال الخليجية سنجد أنها أسواق ناشئة ولكنها حققت طفرات هائلة في سنوات قليلة جعلت منها سوقا مميزة في الأسواق الناشئة، حيث شهدت أسواق المال في دول مجلس التعاون الخليجي عام ٢٠١٢ أفضل أداء لها منذ عدة سنوات سابقة، حيث سعت الاقتصاديات الخليجية في السنوات الأخيرة إلى التكيف مع متطلبات الاندماج المالي العالمي، الأخذة في التبلور من خلال الاهتمام المتزايد بإنشاء وتطوير الأسواق المالية، والعمل في سبيل إيجاد قنوات ومنافذ لتحقيق الترابط والاندماج البيني بينها وصولا إلى سوق مالية موحدة أو مترابطة على الأقل في المرحلة الأولى تساهم في تشجيع حركة انتقال رؤوس الأموال بين هذه الدول، واستعادة الأموال الخليجية المستثمرة في الخارج، وجذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية، ومواجهة المتغيرات الدولية المعاصرة التي تضع العديد من التحديات أمام الدول الخليجية، التي تمتلك في الوقت نفسه العديد من مقومات التكامل والتوحد ما لا يملكه غيرها، هذا بالإضافة إلى تدعيم التجارة البينية الخليجية، وتوفير مصادر التمويل اللازمة للمشروعات الإنتاجية المشتركة، مما يمكن من تحقيق أهداف التنمية المشتركة، والسوق الخليجية المشتركة، وتدعيم التكامل الاقتصادي الخليجي، بوسائل وأساليب عصرية.

ولقد تكرس ذلك من خلال الجهود المبذولة من طرف الهيئات والمؤسسات المالية المشتركة التي أخذت على عاتقها مهمة تطوير وربط البورصات الخليجية، وفق آليات الربط الجزئي والمتدرج الذي يعمل على تسهيل الإدراج المشترك، وتبادل الإصدارات والتداولات، وفي هذا الصدد يعتبر تشكيل لجنة وزارية من رؤساء مجالس إدارات الجهات المنظمة للأسواق المالية بدول المجلس (اللجنة الوزارية للأسواق المالية)، خطوات هامة على طريق التكامل المالي الإقليمي، إذا ما تم توسيعها وتطويرها، وتذليل العقبات التي تعترضها منذ دخولها حيز التنفيذ، وهو ما يعتبر خطوة هامة نحو تحقيق سوق مشتركة على مستوى أسواق المال الخليجية، والوصول إلي البورصة الخليجية الموحدة.

## نتائج الدراسة

في ضوء ما سبق فقد تم التوصل إلى النتائج التالية:

١- التكامل الاقتصادي هو اتفاق بين مجموعة من الدول المتقاربة في المصالح الاقتصادية بهدف إذابة اقتصاديات هذه الدول في اقتصاد واحد، وإلغاء كافة القيود على حركة السلع ورؤوس الأموال فيما بينهم وذلك بالتنسيق بين سياساتها الاقتصادية.

٢- يتخذ التكامل الاقتصادي مستويات متدرجة بدءا بمنطقة التفضيل الجزئي، منطقة التجارة الحرة، الاتحاد الجمركي، السوق المشتركة، الاتحاد الاقتصادي، الوحدة النقدية، ثم التكامل المالي.

٣- البورصة لا تعتبر من المؤسسات الحديثة بل يرجع عهدها إلى الماضي البعيد، إلا أن جهازها وعملياتها تطورت بشكل كبير مع مرور الزمن وأصبحت مركزا للحياة المالية، خاصة في الدول المتقدمة وأضحت الحلقة الضرورية للجمع بين المستثمر والمنتج وعنصرا هاما في توفير السيولة المالية الضرورية للحياة الاقتصادية.

٤- أداء بورصة الأوراق المالية هو انعكاس لجاذبية الأوراق المالية المدرجة فيها، والتي تستند بدورها على مدى ما تتمتع به الشركة من شفافية ومركز مالي وتوقعات نمو.

٥- تعتبر سوق الأوراق المالية من الآليات التي تساهم في تحقيق الكفاءة في توجيه الموارد إلى الاستثمارات الأكثر ربحية، وهو ما ينتج عنه نمو وازدهار الاقتصاد ككل، كما أنها تحد من معدلات التضخم و ذلك راجع للوظيفة الأساسية وهي جذب مدخرات الأفراد والمؤسسات.

٦- يتحقق التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة لابد من توفر سمتان هما كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل فالأولى أي كفاءة التسعير أو الكفاءة الخارجية تعني سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى جميع المتعاملين في السوق دون فاصل زمني كبير وان لا يتكبدوا تكاليف باهظة مما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة، وبذلك يصبح التعامل بالسوق لعبة عادلة، إما الثانية كفاءة التشغيل أو الكفاءة الداخلية فتعني قدرة السوق على خلق توازن بين العرض والطلب دون أن يتكبد المتعاملين خسارة باهظة ودون السماح للتجار والمتخصصين بتحقيق هامش ربح فعال.

٧- أهم متطلبات الأساسية كي تستطيع أسواق الأوراق المالية القيام بأدوارها المالية والاقتصادية، هـي: بيئة سياسية واقتصادية مستقرة، إطار قانوني وتنظيمـي ملائـم، التمتـع بدرجـة كافيـة مـن السـيولة التـي تسمح للمتعاملين بالأوراق المالية بتنفيذ صفقات التداول بسرعة وبسـعر معـروف، التميـز بـالعمق أي أن تجتذب عدداً كبيراً ومتنوعاً من المشاركين والمتعاملين فيه، تحديد أسـعار عادلـة لـلأوراق الماليـة المتداولـة فيها والمبنية على معلومات تاريخية وراهنة عن أداء الوحدات المصدرة لهذه الأوراق وأن تصـاحب ظهـور أيه معلومات جديدة عن هذا الأداء تعديلات مناسبة وبالاتجاه الصحيح لهذه الأسـعار، انخفـاض تكـاليف التداول كنسبة من كل صفقة إلى أدنى مستوى ممكن لها وهذا ما يوصف بالكفاءة الداخلية أو التشغيلية.

٨- أدركت الدول العربية أهمية الدور الذي تؤديه بورصات الأوراق المالية خاصة في تعبئـة المـدخرات الوطنية وجذب رؤوس الأمـوال الأجنبيـة لتمويـل التنميـة الاقتصـادية إلى جانـب الوظـائف الأخـرى التـي تضطلع بها بورصات الأوراق المالية، فشهدت معظم الدول العربية قيام بورصات للأوراق المالية فيها وكـذا بعض المؤسسات التي تساند عملها كبيوت السمسرة والتقاص والتسوية وصناديق الاستثمار.

٩- تتميز البورصات العربية كغيرها من البورصات الناشئة بخصائص مشتركة ومجموعة مـن المعوقـات منها ما هو راجع للبيئة الاقتصادية بشكل عام، ومنها ما يعود إلى هيكل وبنية السوق، بينما البعض الآخـر أفرزته المتغيرات الاقتصادية العالمية وما انجر عنها من تحرير لحركة رؤوس الأموال.

١٠- تعد الأسواق المالية في الاقتصاديات المتقدمة أسواقا فاعلة تتمتع بدرجة عاليـة مـن الحريـة فـيما يخص دخول المدخرين والمستثمرين وخروجهم

١١- من خلال مقارنة الأسواق المالية العربية بالأجنبيـة بـالاعتماد عـلى بعـض المـؤشرات مثـل القيمـة السوقية وقيمة الأسهم للفترة (٢٠٠٩ - مارس ٢٠١٤) نلاحظ أنها متدنية أو متواضعة قياسا بالأسواق المالية الأجنبية، ويرجع ذلك للتعامل الكبير بالأسهم والسندات وحرية دخول وخروج المستثمرين للأسواق الماليـة الأجنبية وعامل الكفاءة (أي كفاءة السوق المالية) وأمور كثيرة.

١٢- أهـم العوامل التي دفعت دول مجلس التعاون الخليجـي إلى إنشـاء أسـواق لـلأوراق المالية، هي: فشل سياسات الاستدانة والاقـتراض الخـارجي في حـل المشـاكل الماليـة المرتبطـة بتكوين رأس المال والنمو الاقتصادي، ارتفاع معدلات العجز في الموازنـات العامـة، تأكيـد دور

القطاع الخاص ودعم توجهاته في قرارات الخصخصة، وإصدار أو تعديل التشريعات المتعلقة بتحرير التبادل في كافة الأسواق وبإنشاء الشركات المساهمة، تعاظم السيولة مما أدي حدوث توسع نقدي وتنامي القوة الشرائية مع ازدياد الاهتمام والوعي بالعلاقات الاقتصادية والنقدية.

١٣- أسواق رأس المال تقوم بدفع عملية التنمية الاقتصادية والنمو الاقتصادي من خلال قيامها بعدد من الوظائف الاقتصادية، أهمها: زيادة معدل نمو الاستثمار في الاقتصاد الوطني، نقل الموارد المالية من الفئات التي لديها فائض (المدخرين) إلى الفئات التي تحتاج هذه الأموال (المستثمرين) لإقامة مشاريعها الاستثمارية الأمر الذي ينعكس في زيادة التشغيل وتحسن مستوى المعيشة في المجتمع، المساهمة في تمويل مشاريع التنمية الاقتصادية والاجتماعية في الدولة، تعد أدوات (أذون الخزانة، سندات الخزانة) وسيلة رئيسية لتمويل العجز المالي من جهة ولإدارة السيولة النقدية من جهة أخري، تمثل سوق الأوراق المالية سلطة رقابية بصورة غير مباشرة على كفاءة الشركات والمشروعات التي يجري تداول أوراقها المالية في السوق وبالتالي فان سوق الأوراق المالية أداة لتقويم الشركات والمشروعات الاستثمارية، كما أن أسواق الأوراق المالية تساعد على الحد من معدلات نمو التضخم في هيكل الاقتصاد الوطني من خلال جذب المدخرات من الأفراد والمؤسسات وبالتالي امتصاص فائض السيولة النقدية واتجاه هذه المدخرات نحو الاستثمار بدلا من الاستهلاك، إضافة إلى الاستفادة من التطورات المالية والاقتصادية العالمية حيث تعمل سوق الأوراق المالية على زيادة الترابط مع العالم الخارجي عن طريق ارتباطها بالأسواق المالية العالمية وجذب الاستثمارات الأجنبية وتوطيد التكنولوجيا.

١٤- إن أهم المتطلبات الأساسية كي تستطيع أسواق الأوراق المالية القيام بأدوارها المالية والاقتصادية، هي: بيئة سياسية واقتصادية مستقرة، إطار قانوني وتنظيمي ملائم، التمتع بدرجة كافية من السيولة التي تسمح للمتعاملين بالأوراق المالية بتنفيذ صفقات التداول بسرعة وبسعر معروف، التميز بالعمق أي أن تجتذب عدداً كبيراً ومتنوعاً من المشاركين والمتعاملين فيه، تحديد أسعار عادلة للأوراق المالية المتداولة فيها والمبنية على معلومات تاريخية وراهنة عن أداء الوحدات المصدرة لهذه الأوراق وأن تصاحب ظهور أيه معلومات جديدة عن هذا الأداء تعديلات مناسبة وبالاتجاه الصحيح لهذه الأسعار، انخفاض تكاليف التداول كنسبة من كل صفقة إلى أدنى مستوى ممكن لها وهذا ما يوصف بالكفاءة الداخلية أو التشغيلية.

١٥- على الرغم من الايجابيات التي شاهدتها أسواق الأوراق المالية الخليجية في السنوات الأخيرة من النواحي التشريعية والمؤسسية وترسيخ ودعم قواعد نظم العمل فيها،

إلا أنها ما زالت تعاني عدداً من السلبيات التي تحد من قدرتها على القيام بالدور التمويلي والتنموي المنوط لها، أهمها: غياب الاستقلال الإداري لبعض البورصات الخليجية وقلة الإصلاحات المخولة لها فضلا عن افتقارها إلى أدوات الرقابة التي تساعد على إدارة الأوراق المالية وغياب المؤسسات المساندة، ارتفاع درجة تركز التداول، وانخفاض معدل دوران الأسهم، تدني مستوى الإفصاح والشفافية واحتكار المعلومات، وعدم التزام عدد كبير من الشركات المساهمة بالمعايير المحاسبية الدولية عند إعداد بياناتها المالية.

١٦- إن واقع البورصات الخليجية يشير إلي محدودية سوق الإصدارات، بسبب هيمنة القطاع المصرفي على التمويل في هذه البلدان، وصغر حجم الأسواق الثانوية، وتدني القيمة السوقية وضعف حركة تداول الأوراق المالية على الرغم بنسب النمو المرتفعة في هذه المؤشرات لدى أغلب الدول الخليجية، كما أنه يشر إلى أن عمليات التداول لازالت بحاجة إلى مزيد من الإصلاح، وتصويب العادات والممارسات الاستثمارية التمويلية للأفراد والمؤسسات على حد السواء، وخلق حالة مرضية من الوعي والرشد الاقتصادي لدى عامة المواطنين.

١٧- مازال درجة تحقيق أهداف إنشاء أسواق دول مجلس التعاون الخليجي للأوراق المالية متواضعة، بالرغم من تطور أدائها في الأعوام الماضية، إذ لم تنجح هذه الأسواق بعد في حشد المدخرات المحلية والأجنبية وتوظيفها على شكل استثمارات في الأسهم في الاقتصاد المحلي على أسس تنافسية، وهو الهدف الأول والأساسي من وجودها.

١٨- على الرغم من التوسع الملحوظ الذي يتمتع فيه القطاع المالي في دول الخليج منذ العام ١٩٨٥، فقد بقي حجم الائتمان الممنوح محدود وفي معظمة قصير ومتوسط الأجل ولا يفي بأي حال بالإحتياجات التمويلية للمشاريع الاستثمارية الإنتاجية التي تعتبر بمثابة المحرك الرئيسي لعجلة التنمية الاقتصادية، والسبب في ذلك يرجع إلى غياب مصادر التمويل طويل الأجل للقطاعات الحقيقية، وبالتالي هناك حاجة ماسة إلى هذا النوع من التمويل من أجل بناء تراكم رأسمالي يساعد في تحقيق التنمية وفي وضع الاقتصاد الخليجي على مسارات نمو أعلى مما هو علية حاليا.

١٩- المقارنة بين بورصة قطر وبورصة البحرين تشير إلى أن قطر استطاعت في الفترة الاخيرة لعب دور أكبر في جذب المزيد من المستثمرين الأجانب مؤسسات وأفرادا للاستثمار، خاصة بعد أن تم رفع تصنيف السوق القطرية من سوق مبتدئة إلى سوق ناشئة مما عمل تنشيط حركة التداول في بورصة قطر التي تعتبر ثاني أكبر سوق للأسهم في المنطقة، وهو

ما أكده مؤشر التنافسية العالمية ٢٠١٢ – ٢٠١٣ الذي يعده المنتدى الاقتصادي العالمي، حيث صنف دولة قطر في المرتبة ١١ على سلم التنافسية العالمية.

٢٠- تعتبر بورصة قطر للأوراق المالية حديثة نسبياً، وقد تطورت بشكل كبير خلال السنوات العشر الماضية منذ تأسيسها، واستطاعت استقطاب نسبة كبيرة من المدخرات الوطنية والخليجية وتحويلها إلى استثمارات محلية، وذلك للحيلولة دون تسربها إلى الأسواق المالية في الخارج، كما استطاعت أن جذب نسبة معقولة من الاستثمارات الخارجية وضخها في البورصة القطرية، لتصب في مصلحة التنمية الاقتصادية، مما يساهم في سد الفجوة المتفاقمة بين الادخار والاستثمار في دولة قطر. ومن أهم مميزات السوق المالي القطري هي سرعة إنجاز المعاملات، وعدم وجود ظاهرة الفساد والرشاوى، ووجود قطاع مصرفي مستقر وسليم، ووجود فرص استثمارية مجزية، وحرية تدفق الأموال من دولة قطر وإليها من دون قيود، ووجود مجموعة من القوانين والأنظمة والقواعد التي تحكم عمل البورصة وتنظمها، والتي تعزز الشفافية، وجودة الحوكمة، ومحاولات ناجحة لتوعية المستثمرين في الداخل، ما يحد من خروج رؤوس الأموال المحلية إلى الأسواق الخارجية. كما ان أهم السلبيات المؤثرة على السوق المالي القطري، هي عدم الاستقرار السياسي والأمني في منطقة الخليج، خاصة في حرب الخليج الثانية والتهديدات بضرب إيران، وتدهور الأوضاع الاقتصادية العالمية، وخصوصًا الأزمة المالية العالمية الأخيرة، وعدم استكمال المنظمة التشريعية، وبخاصة القوانين الرئيسة، مثل قانون الأوراق المالية، وقانون الشركات، وقانون الاستثمار، وقانون الضرائب وغيرها، وضحالة البورصة من حيث قلة عدد الشركات فيها، وصغر أحجام هذه الشركات، وزيادة عنصر المخاطرة، وافتقار البورصة إلى أدوات استثمارية متنوعة وحديثة، وانخفاض السيولة في البورصة، ومحاولات محدودة للوصول إلى الأسواق الخارجية، وتسويق بورصة قطر للأوراق المالية في تلك الأسواق.

٢١- تلعب بورصة البحرين دوراً مهماً في دعم عجلة النمو الاقتصادي الخليجي من خلال توفير السوق المناسب لنقل الأموال من الأطراف التي يتوافر لديها فائض من أموال المدخرات الى الأطراف التي تحتاجها أو تعاني من عجز في الأموال. وتعتبر بورصة البحرين من أكثر البورصات الخليجية التي وفرت الاطار التشريعي والقانوني النظم للعمل داخل البورصة من خلال وجود مجموعة من القوانين والتشريعات ومن أهمها قانون رقم (٥٧) لسنة ٢٠٠٩، ومرسوم رقم (٦٠) لسنة ٢٠١٠. وقد استطاعت بورصة البحرين إلى حد ما مواجهة آثار الأزمة المالية العالمية والمستجدات في المنطقة، من خلال وضع السياسيات

والاستراتيجيات التنموية، لذا فقد شـهد العـام ٢٠١١ ارتفـاع في إيـرادات البورصـة مـن ٣,٥٠٦,٥٧٥ دينـار بحريني في العام ٢٠١٠ إلى٤,٢٠٢,٥٩٠ دينار بحريني في العـام ٢٠١١ بزيـادة نسـبتها ٢٠% بسـبب الـدعم المالي الحكومي خلال هذا العام، كما زادت حقوق المساهمين في البورصـة مـن ٤,٤٤٢,١٧٦ دينـار بحرينـي كما في ٣١ ديسمبر ٢٠١٠ إلى ٥,٦٢٣,٠٩٤ دينار بحريني كـما في ٣١ ديسـمبر ٢٠١١، وقـد حققـت البورصـة أرباحاً صافية بلغت ١,١٨٠,٩١٨ دينار بحريني في العام ٢٠١١ مقارنة بـ ٦١٩,٢٤٤ دينار بحرينـي في العـام ٢٠١٠.

## توصيات الدراسة

في إطار تفعيل دور البورصات العربية في تحقيق التنمية الاقتصادية، وإعادة الجاهزية المؤسسية والتحتية لكل سوق قطر، يمكن طرح مجموعة من التوصيات يتمثل أهمها في الآتي:

أولاً: توفير البيئة التشريعية والاستثمارية للتقريب بين قوى الأسواق المالية الخليجية من مستثمرين ومتعاملين ووسطاء وصناع السوق، وخلق البيئة الاستثمارية والاقتصادية المحفزة لهذا التقارب، خاصة من خلال توحيد لوائح وأنظمة الاكتتاب والإدراج والتداول والمقاصة والتسويات، ربط البورصات العربية الكترونيا.

ثانياً: العمل على تحديث البورصات وتطويرها من الناحيتين الفنية والتنظيمية بما يساعد على زيادة حجمها وقدرتها الاستيعابية، وتعزيز دورها في اجتذاب رؤوس الأموال، وإعادة تدويرها لتمويل مشروعات التنمية الاقتصادية، وهذا يتطلب استكمال الأطر التشريعية والمؤسسية، والتوسع في توفير المؤسسات المالية المتخصصة وعالية الكفاءة لتسهيل عمليات التداول كالمصارف الاستثمارية وصانعي السوق وبيوت الوساطة، إضافة إلى التوسع في طرح الأدوات الاستثمارية، وتنويعها بما يتناسب واحتياجات المستثمرين.

ثالثاً: العمل على إنشاء دور صانع السوق وتعزيزه لتمكينه من المساهمة في تحقيق قدر معقول من الاستقرار والتوازن في الأسواق المالية ومواجهة حالات التقلبات الشديدة غير المبررة.

رابعاً: توحيد تشريعات وأنظمة تملك وتداول وإدراج وتسوية الأسهم في أسواق المال العربية، وإنشاء مؤسسات صناعة السوق لدورها المهم في امتصاص الخلل في آلية العرض والطلب.

خامساً: تحسين سيولة الأسواق بإتباع استراتيجيات تستهدف خفض القيمة السوقية للأوراق المقيدة، وتشجيع إنشاء صناديق الاستثمار، وتنظيم نشاط الوساطة المالية ورفع كفاءة العاملين فيها وتحسين خدماتها.

سادساً: نشر المعرفة والوعي السليمين بالاستثمار في الأسهم بين الأفراد ودعم خلق إعلام اقتصادي يهتم بالاستثمار في أسواق المال.

سابعاً: رفع الحد الأدنى رأسمال شركات الأوراق المالية العاملة في مجال ضمان الاكتتابات وتأسيس الشركات والاستثمار المباشر ورأس المال المخاطر وغيرها من المجالات

التي توفر خدمات تمويل الاستثمار, بما يتناسب والاحتياجات التمويلية الضخمة المطلوب تغطيتها من خلال تلك الشركات.

ثامناً: تشجيع إنشاء شركات التقييم الائتماني وتصنيف الأوراق المالية وتوفير الضوابط التي تكفل لها مستوي مرتفعا من المصداقية.

تاسعاً: قيام هيئة سوق المال بإعداد قائمة سلبية بأسماء مكاتب المحاسبة والمراجعة التي لا تتمتع ما تعتمده من قوائم مالية بالمصداقية, ولا يأخذ بها كأساس لتقييم الجدارة الائتمانية مع إبلاغ جمعيات المستثمرين ومنظمات رجال الأعمال بتلك القوائم.

عاشراً: التعاون بين شركات الأوراق المالية والبنوك في الدول العربية لتبادل خدمات سوق رأس المال المتعلقة بتنفيذ عمليات الاكتتاب والتداول والتسويات المالية في بورصات تلك الدول.

حادي عشر: تشجيع قيام شركات وساطة ذات كفاءة وقادرة على المنافسة والابتكار حيث تقوم بدور حيوي في زيادة نشاط سوق الأوراق المالية وتنميته في إطار تنافسي يساعد على تحسين مستوى الخدمات المالية وتخفيض تكاليف الوساطة؛ ما ينعكس بصورة إيجابية على نشاط السوق.

ثاني عشر: تشجيع وجود المستثمرين المؤسسين في السوق كشركات الاستثمار المشترك والتأمين وصناديق الاستثمار وغيرها من مؤسسات وشركات تجميع المدخرات واستثمارها حيث تشكل هذه المؤسسات قناة لتجميع مدخرات صغار المستثمرين الذين لا تتوافر لديهم الإمكانية والمقدرة على متابعة وتحليل تطورات السوق وتساعد هذه المؤسسات على استقرار السوق؛ نظراً إلى أن توجهات أغلب الاستثمارات طويلة الأجل ذات طبيعة غير مضاربة، كذلك يمكن أن تساهم هذه المؤسسات في تعزيز العرض من الأدوات المالية إذا ارتأت إدراج أوراقها في السوق.

ثالث عشر: نشر ثقافة البورصات وحث الجمهور على التعامل مع هذه الأسواق حيث إن توفر درجة عالية من الوعي لدى الشركات والأفراد بالفرص والمزايا الادخارية والاستثمارية التي يوفرها سوق الأوراق المالية عامل مهم في تعزيز دور السوق ودفعه نحو الاتجاه الصحيح للقيام بالدور المنشود منه كقناة لتجميع المدخرات وتوجيهها نحو الأنشطة والقطاعات المنتجة. فإيجاد الوعي يتطلب توافر شركات الخدمات المالية ووسائل إعلام متخصصة وإصدار النشرات والدورات الخاصة بالسوق وغيرها من الوسائل لتنمية دور وآلية السوق.

رابع عشر: بالنسبة للسوق المالي العربي فانه ينبغي:

١- توفير البيئة المؤاتية للاستثمار في حدود ما يمكنها القيام به، وبخاصة إصلاح الجهاز القضائي، واستكمال التشريعات الاقتصادية، مثل قانون الشركات، وقانون المنافسة، وغيرهما.

٢- إتباع سياسات اقتصادية ومالية سليمة لتحقيق تنمية سريعة، على الرغم من تحقيق بعض الدول العربية نموا اقتصاديا كبيرا وفق المؤشرات الاقتصادية، التي يجب استغلالها بشكل كبير.

٣- يجب على الحكومة متابعة تطوير السياسات الاقتصادية بشكل مستمر، كي ينعكس ذلك على استمرارية النمو الاقتصادي وعدم تعرض الاقتصاد العربي لأي انتكاسة.

٤- يجب العمل على تشجيع الشركات غير المدرجة وتحفيزها على القيام بذلك، بغية زيادة عمق السوق وتعزيز الثقة بها.

٥- يجب العمل بجهد أكبر على تسويق الأسهم العربية في الأسواق الخارجية، وبخاصة في الأسواق الخليجية والعربية والآسيوية والأوروبية والأمريكية وغيرها، من خلال عقد ورش عمل وندوات لشرح الحوافز التي تقدمها البورصة إلى المستثمرين الأجانب، سواء من حرية تحويل الأموال، أو معاملة المستثمر الأجنبي معاملة المستثمر المحلي نفسها، أو إمكانية الحصول على عوائد مجزية.

٦- العمل على تعزيز قواعد الحوكمة وتطبيقها في السوق المالية نفسها، وفي شركات الوساطة، وفي الشركات المدرجة في البورصات العربية للأوراق المالية، وإقرار قواعد الحوكمة التي قامت هيئة البحرين للأسواق المالية بإعدادها منذ فترة.

٧- إيجاد نظام إلكتروني يسمح للمستثمرين الأجانب بالتداول من خلال الإنترنت (الموقع الإلكتروني) وباستخدام بطاقة ائتمان بشكل مباشر، ما يشجع الاستثمارات الأجنبية في بورصة الأوراق المالية، ويفتح قنوات جديدة لها.

٨- يجب تشجيع شركات الوساطة المحلية على تطوير أنفسها، وبخاصة في مجال التداول بواسطة الإنترنت، وعلى توسيع شبكة علاقاتها الخارجية، وربط نفسها مع شركات وساطة عالمية لجذب الاستثمارات الأجنبية.

٩- استحداث معايير للرقابة الذاتية من خلال لامركزية السلطة الرقابية ودعم مؤسسة السوق المهنية لتلعب دوراً حيوياً في رقابة أعضائها وتفعيل ميثاق شرف المهنة للمنتمين إليها.

١٠- بحث إدخال التكنولوجيات الحديثة فى مجال أعمال بورصة الأوراق المالية ونظم المعلومات ودعم اتخاذ القرار في الهيئة العامة لسوق المال بما يسهل من دورها في الرقابة

على السوق، وتدريب الكوادر اللازمة لتشغيل وصيانة هذه التكنولوجيات، مع العمل على زيادة القدرات الوطنية على استنباط نظم آلية حديثة تناسب احتياجات السوق البحريني، وبما يستهدف ميكنة جميع أنشطة الهيئة العامة لسوق المال.

١١- اتخاذ إجراءات من قبل متخذي القرار في الأسواق المالية العربية حيال العولمة مثل توحيد التشريعات القانونية والمالية والتنظيمية التي تحكم أسواق المال وتنشيط دور الوساطة المالية والاستفادة من وسائل التقنية الحديثة وإنشاء مراكز للإيداع المالي والمصرفي وزيادة التبادل البيني والارتباطات المالية بين الأسواق المالية العربية وتوظيف رؤوس الأموال العربية بالداخل بدلا من استثمارها بالخارج لتصب قيمتها المضافة في الاقتصاديات الأجنبية.

١٢- توحيد أسعار صرف العملات العربية اتجاه العملات الأجنبية مثل الدولار الأمريكي واليورو وزيادة كفاءة النظم المالية والمحاسبية المحلية كي تستطيع تحقيق ما مطلوب منها، وزيادة التعامل بالصكوك المالية لتسوية المعاملات بين الأقطار العربية.

١٣- تفعيل دور الإنشاءات الصناعية والاقتصادية القائمة أو إنشاء مشاريع أخرى تكسب ثقة المستثمرين والقائمين عليها كي يتم الإقبال على شراء المزيد من أسهمها المطروحة للبيع وتثبيت قدمها في السوق المالية

١٤- تنقيح قوانين الشركات بما يمكن أن يشجع إنشاء الشركات المساهمة وتطوير عمليات التدقيق والإشراف بما يتماشى مع المعايير الدولية.

١٥- تعزيز الشفافية والإفصاح وذلك عن طريق قيام أسواق الأوراق المالية العربية بإصدار نشرة يومية وأسبوعية وشهرية وسنوية تتضمن معلومات عامة عن السوق، وقرارات مجلس الإدارة ومعلومات عن أحجام التداول ومؤشرات الأسعار، وإبرام اتفاقيات مع شركات عالمية لنشر المعلومات الخاصة بالتداول بصورة آنية.

١٦- العمل على تحديث البورصات وتطويرها من الناحيتين الفنية والتنظيمية بما يساعد على زيادة حجمها وقدرتها الاستيعابية، وتعزيز دورها في اجتذاب رؤوس الأموال، وإعادة تدويرها لتمويل مشروعات التنمية الاقتصادية، وهذا يتطلب استكمال الأطر التشريعية والمؤسسية، والتوسع في توفير المؤسسات المالية المتخصصة وعالية الكفاءة لتسهيل عمليات التداول كالمصارف الاستثمارية وصانعي السوق وبيوت الوساطة، إضافة إلى التوسع في طرح الأدوات الاستثمارية، وتنويعها بما يتناسب واحتياجات المستثمرين.

خامس عشر: استكمال الخطوات الإيجابية التي تم اتخذها على طريق إنشاء بورصة عربية موحدة، حتى لا تتحول هذه الخطوات إلى مجرد خطوات شكلية لا تهدف إلى تحقيق تكامل عربي فعلي، وهذا الأمر يحتاج إلى عدة أدوات تكاملية لإيجاد بورصة عربية موحدة ناجحة يأتي في مقدمتها ما يلي[1]:

١- تجانس التشريعات فيما يتعلق بتنظيم أعمال البورصات بين الدول العربية، وبذلك يتمكن المستثمر العربي من التعامل بسهولة دون الانزعاج من اختلاف أنظمة وقوانين البورصات.

٢- إنشاء بنوك استثمار عربية مشتركة تتولي مهام إصدار الأوراق المالية التي تصدرها الشركات، والترويج والتسويق لتلك الأوراق، وتغطية الاكتتابات فيها.

٣- تنويع الأوراق المالية في البورصة العربية الموحدة، وهو ما يتطلب وجود شركات مساهمة عربية تسهم في تنويع هذه الأوراق المالية أمام المستثمر العربي، وفي الوقت نفسه تحقق مزايا المشروعات الكبيرة سواء في الإنتاج أو خفض الأسعار.

٤- تحقيق نظام موحد لربط البورصات العربية مع بعضها البعض من خلال  إصدار عملة عربية موحدة للبورصات والتداول داخل السوق الموحدة لعدة أسواق، وبذلك يسمح بتداول أي ورقة مالية عربية مقيدة في أي بورصة عربية داخل السوق الموحدة.

٥- وجود بيوت خبرة مالية وشركات سمسرة عربية لها تواجد فعال في جميع الأسواق المالية العربية، وتملك المعلومات والأموال الكافية للقيام بدورها، وبما يتفق مع معايير الوساطة التي يتم تحديدها في البورصة العربية الموحدة.

١ - أشرف محمد دوابه، ورقة عمل بعنوان "تكامل الأسواق المالية العربية آفاق وتحديات"، مرجع سابق.

# قائمة المراجع


أولاً: المراجع باللغة العربية

١- الوثائق الرسمية

١- "الاتفاقية الاقتصادية الموحدة بين دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية"، الأمانة العامة لمجلس التعاون لدول الخليج العربية، ٢٠٠١/١٢/٣١.

٢- "القواعد الموحدة لإدراج الأوراق المالية (الأسهم، السندات والصكوك، وحدات صناديق الاستثمار)"، في الأسواق المالية بدول مجلس التعاون لدول الخليج العربية، ٢٠١٢.

٣- "بيان الدورة الثانية والثلاثين للمجلس الأعلى لمجلس التعاون لدول الخليج العربية"، ٢٠١١.

٤- "بيان الدورة الثالثة والثلاثين للمجلس الأعلى لمجلس التعاون لدول الخليج العربية"، ٢٠١٢.

٥- "بيان الدورة الرابعة والثلاثين للمجلس الأعلى لمجلس التعاون لدول الخليج العربية"، ٢٠١٣.

٢- التقارير الرسمية

١- البورصة المصرية، التقرير السنوي، ٢٠٠٩.

٢- البورصة المصرية، التقرير السنوي، ٢٠١٠.

٣- البورصة المصرية، التقرير السنوي، ٢٠١١.

٤- البورصة المصرية، التقرير السنوي، ٢٠١٢.

٥- البورصة المصرية، التقرير السنوي، ٢٠١٣.

٦- البورصة المصرية، التقرير السنوي، مارس ٢٠١٤.

٧- بحوث كميفك (شركة الكويت والشرق الأوسط للاستثمار المالي)، تقرير الخليج الأسبوعي، ٢٦ سبتمبر ٢٠١٣.

٨- بورصة لندن، التقرير السنوي، ٢٠٠٩.

٩- بورصة لندن، التقرير السنوي، ٢٠١٠.

١٠- بورصة لندن، التقرير السنوي، ٢٠١١.

١١- بورصة لندن، التقرير السنوي، ٢٠١٢.

١٢- بورصة لندن، التقرير السنوي، ٢٠١٣.

١٣- بورصة لندن، التقرير السنوي، مارس ٢٠١٤.

١٤- بورصة قطر، التقرير السنوي، ٢٠٠٩.

١٥- بورصة قطر، التقرير السنوي، ٢٠١٠.

١٦- بورصة قطر، التقرير السنوي، ٢٠١١.

١٧- بورصة البحرين، التقرير السنوي، ٢٠٠٩.

١٨- بورصة البحرين، التقرير السنوي، ٢٠١٠.

١٩- بورصة البحرين، التقرير السنوي، ٢٠١١.

٢٠- بورصة الكويت، التقرير السنوي، ٢٠٠٩.

٢١- سوق دبي المالي، التقرير السنوي، ٢٠٠٩.

٢٢- سوق دبي المالي، التقرير السنوي، ٢٠١٠.

٢٣- سوق دبي المالي، التقرير السنوي، ٢٠١١.

٢٤- سوق دبي المالي، التقرير السنوي، ٢٠١٢.

٢٥- سوق دبي المالي، التقرير السنوي، ٢٠١٣.

٢٦- سوق دبي المالي، التقرير السنوي، مارس ٢٠١٤.

٢٧- صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الرابع ٢٠٠٩.

٢٨- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، الفصل السابع "التطورات النقدية والمصرفية وفي أسواق المال العربية، ٢٠١٠.

٢٩- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، الفصل السابع "التطورات النقدية والمصرفية وفي أسواق المال العربية، ٢٠١١.

٣٠- صندوق النقد الدولي، دول مجلس التعاون الخليجي.. تعظيم النتائج الاقتصادية في اقتصاد عالمي يسوده عدم اليقين، ٢٠١١.

٣١- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، الفصل السابع "التطورات النقدية والمصرفية وفي أسواق المال العربية، ٢٠١٢.

٣٢- صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع ٢٠١٠، العدد (٦٣).

٣٣- صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع ٢٠١١، العدد (٦٧).

٣- الكتب


١- ايكـارت ورتـز، "الأسـواق الماليـة في دول مجلـس التعـاون الخليجـي"، مركـز الخلـيج للأبحـاث، جـدة، السعودية، ٢٠١١.

٢- إيهاب الدسوقي، "اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٠.

٣- حسين عبد المطلب الأسرج، "آليات تفعيل البورصة العربية الموحدة"، الأهرام الاقتصادي، مايو ٢٠٠٥.

٤- حسين عبد المطلب الأسرج، "دور البورصـات العربيـة في دعـم التكامـل المـالي العـربي"، مجلـة الوحـدة الاقتصادية العربية، العدد (٣٣)، مجلس الوحدة الاقتصادية العربية، القاهرة، ٢٠٠٦.

٥- جابر محمد محمد عبد الجواد، "تفعيل تكامل البورصات العربية لتدعيم التكامل العـربي (مـع الإشـارة إلي بعض بورصات دول مجلس التعاون الخليجـي)"، كليـة الشريعـة والقـانون، جامعـة الإمـارات العربيـة المتحدة، ٢٠١٠.

٦- د. جواد كاظم البكري، "أهمية إنشاء سـوق لـلأوراق الماليـة عـلى النشـاط الاقتصـادي.. محافظـة بابـل نموذجا"، كلية الإدارة والاقتصاد، العراق، ٢٠١١.

٧- أ. سامي مباركي، "الأسواق المالية كأداة لتمويل الاقتصاد دراسة تجربة الأسواق المالية العربيـة"، جامعـة باتنة، الجزائر، ٢٠١١.

٨- د. عطية فياض، "سوق الأوراق المالية في ميـزان الفقـه الإسـلامي (دراسـة مقارنـة بـين الفقـه الإسـلامي والقانون الوضعي)"، دار النشر للجامعات – مصر، القاهرة، ١٩٩٨.

٩- محمد الهاشمي حجاج مسعود صديقي، "أثر الأزمة المالية العالميـة عـلى أداء الأسـواق الماليـة العربيـة, دراسة حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفـترة ٢٠٠٧-٢٠٠٩"، كليـة العلـوم الاقتصـادية والتجاريـة وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، ٢٠١٢.

١٠- محمد مطر، إدارة الاستثمارات"، مؤسسة الوراق، عمان، الأردن، الطبعة الثانية، ١٩٩٩.

١١- سهام عاشور، "مكانة الأسواق المالية في الاقتصاديات العربية وعوامل رفـع كفاءتهـا"، جامعـة بسـكرة، الجزائر، ٢٠٠٦.

١٢- د. عمر الحسن، "مملكة البحرين ٢٠٠٨-٢٠١٠.. بعد عقد من تولي (حمد)"، مركز الخلـيج للدراسـات الإستراتيجية، القاهرة، ٢٠١٠.

٤- الرسائل الجامعية

١- شد. عبد الواسع الدقاق، "المعلومات المحاسبية وكفاءة سوق الأوراق المالية- دراسة حالة سوق عَمّان للأوراق المالية"، رسالة دكتوراه، جامعة باجي مختار، الجزائر، ٢٠١٠.

٢- رشام كهينة، "واقع وآفاق الربط بين الأسواق المالية العربية في ظل التكامل الاقتصادي العربي"، رسالة ماجستير، جامعة بومرداس، الجزائر، ٢٠٠٩.

٣- أ. نجيب عبد اللـه أحمد الديباشي، "دراسة العلاقة بين تطور الأسواق المالية والنمو الاقتصادي في بعض الدول العربية( مصر- الأردن- السعودية – الكويت)"، رسالة ماجستير، جامعة ليفربول، بريطانيا، ٢٠٠٥.

٤- محمد صالح معيض آل قريش، "دور سوق الأوراق المالية في جذب المدخرات المحلية في المملكة العربية السعودية"، رسالة ماجستير، كلية التجارة والاقتصاد، اليمن، ٢٠٠٧.

٥- أ. جميل عبد الخالق سالم العريقي، "السوق المالية في اليمن البداية والإشكالات والتوقعات"، رسالة ماجستير، أكاديمية العلوم والطاقة، أذربيجان، ٢٠٠٢.

٦- ايلاد فلاح حسن، "دراسة اقتصادية مقارنة لتطوير الاداء الاقتصادي للسوق المالي العراقي"، رسالة ماجستير، الأكاديمية العربية المفتوحة، كلية التجارة والاقتصاد، الدنمارك، ٢٠٠٩.

٧- محمد الهاشمي حجاج، "أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية.. دراسة حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة ٢٠٠٧-٢٠٠٩"، رسالة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، ٢٠١٢.

٨- سليم جابو، "دراسة حركة أسهم الأسهم في بورصة الأوراق المالية.. دراسة حالة للأسهم المتداولة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة بين ٢٠٠١-٢٠١٠"، رسالة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، ٢٠١٢.

٩- محمود محمد سمير ومحمود المصري، "تحليل سلوك أسعار الأسهم وأثره على كفاءة بورصة فلسطين للأوراق المالية (دراسة تحليلية)"، رسالة ماجستير، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، ٢٠١١.

١٠- نادية بن شاعة، "إمكانيات وأهداف التعاون في مجال بورصات الأوراق المالية (دراسة حالة البورصات العربية)"، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي "الشلف"، الجزائر، ٢٠٠٧.

٥- أوراق العمل المقدمة في المؤتمرات والمحاضرات

١- د. رمضان على الشراح، "الأزمات المالية العالمية.. أسبابها – آثارها – انعكاساتها على الاستثمار بدولة الكويت"، في الملتقى الدولي لآفاق الاستثمار الدورة الثالثة: معا لمواجهة التحديات، الأمانة العامة لمجلس التعاون لدول الخليج بالمشاركة مع الهيئة العامة للاستثمار بالسعودية وبالتعاون مع اتحاد غرف دول مجلس التعاون الخليجي ومجلس الغرف السعودية والغرفة التجارية الصناعية بالرياض وروز الخليج للمعارض والمؤتمرات، الكويت، أبريل ٢٠٠٩.

٢- د. محمد بن سليمان الجاسر، "تطور القطاع المالي لتحقيق نمو اقتصادي أفضل"، في ندوة: الرؤية المستقبلية للاقتصاد السعودي حتى عام ١٤٤٠هـ (٢٠٢٠م)، وزارة التخطيط السعودية، الرياض، أكتوبر ٢٠٠٢.

٣- محمد بن فهد العمران، "الأسواق المالية في دول مجلس التعاون الخليجية.. دراسة تحليلية مقارنة"، في الملتقى السنوي الخامس عشر: السوق المالية السعودية: الواقع والمأمول، جمعية الاقتصاد السعودية بالتعاون مع هيئة السوق المالية، الرياض، ٢٠٠٥.

٤- نشرة توعوية بعنوان "المشتقات المالية"، معهد الدراسات المصرفية، الكويت، العدد الثاني، ٢٠١٠.

٥- عصام الزين الماحي، "تقييم عمليات المصارف الإسلامية في أسواق الأوراق المالية المحلية والأجنبية وأسواق المعادن الثمينة"، في الملتقى السنوي الإسلامي السابع: إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، معهد التدريب المالي والمصرفي التابع للأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، الأردن، ٢٠٠٤.

٦- صلاح زين الدين، "دور مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة البورصة المصرية"، في المؤتمر العلمي الأول: حوكمة الشركات ودورها في الإصلاح الاقتصادي، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، ٢٠٠٨.

٧- خبراء صندوق النقد الدولي، "الآفاق الاقتصادية والتحديات على صعيد السياسات في دول مجلس التعاون الخليجي"، في الاجتماع السنوي لوزراء المالية ومحافظي البنوك المركزية، الرياض، ٢٠١٣.

٦- دوريات ومجلات

١- حسان خبابة، "دور أسواق الأوراق المالية بالدول العربية في التنمية الاقتصادية"، مجلة العلوم الإنسانية، ٢٠١٢.

٢- د. إبراهيم عاكوم، "أسواق الأوراق المالية العربية: انعكاسات وعبر من الأزمة المالية العربية"، الدائرة الاقتصادية والفنية بصندوق النقد العربي، الإمارات، العدد (٩)، ٢٠٠٩.

٣- د. مفتاح صالح، أ. معارفي فريدة، "متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية.. دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها"، مجلة الباحث، عدد (٧)، ٢٠٠٩.

٤- محمد كمال أبو عشمة، "أهمية تطوير أسواق المال في دول مجلس التعاون الخليجي"، مجلة بحوث اقتصادية عربية، مركز دراسات الوحدة العربية، العددان ٥٥ - ٥٦، ٢٠١١.

٥- د. سليمان موصلي، د. حازم السمان، "دراسة الكفاءة السعرية لسوق دمشق للأوراق المالية"، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد ٢٩، العدد الثاني، ٢٠١٣.

٦- أديب قاسم شندي، "الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية سوق العراق للأوراق المالية دراسة حالة"، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، جامعة واسط، العراق، ٢٠١٣.

٧- محمد كمال أبو عشمة، "الاستثمار في أسواق المال الخليجية ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية: "دراسة حالة بورصة قطر"، مجلة بحوث اقتصادية عربية، مركز دراسات الوحدة العربية، العددان ٦١ - ٦٢، ٢٠١٣.

٧- المصادر الإلكترونية

١- "تكامل الأسواق المالية"، الأمانة العامة لدول مجلس التعاون لدول الخليج العربية، متاح على:

http://www.gcc-sg.org/index٨df٩.html?action=Sec-Show&ID=٥٤٢.

٢- مساعد الزياني، "هيئات أسواق المال الخليجية تدعو لمساواة المواطنين في تملك وتداول الأسهم وتأسيس الشركات"، الشرق الأوسط، ٢٠١٠، متاح على:

http://www.aawsat.com/details.asp?section=٦&article=٥٦٣٣٦٧&issueno=١١٤٤٧#.UssvKM٤١HIU.

٣- عز الدين مسمح، "اللجنة الوزارية للأسواق المالية الخليجية توافق على آلية تطبيق القواعد الموحدة لإدراج الأسهم والسندات ووحدات الصناديق"، الرياض الاقتصادي، ٢٠١١، متاح على:

http://www.alriyadh.com/٢٠١١/٠٦/١٧/article٦٤٢٦٤٩.html

٤- "دول الخليج تسير في اتجاه البورصة المشتركة وتتفق على التعاون بين الأجهزة الرقابية لأسواق المال"، الهتلان بوست، ٢٠١٣/١٠/٧، متاح على:

http://www.hattpost.com/?p=٤٥٩٩٦.

٥- موقع بورصة قطر، نبذة عن بورصة قطر، متاح على:

http://www.qe.com.qa/pps/qe/qe%٢٠arabic%٢٠portal/Pages/About%٢٠QE/About%٢٠QE.

٦- إدارة بحوث الاستثمار في شركة مشاريع الكويت الاستثمارية لإدارة الأصول (كامكو)، أداء أسواق الأسهم الخليجية خلال عام ٢٠١١ والنظرة المستقبلية على تلك الأسواق، ٢٠١٢/١٨/١٨، متاح على:

http://www.kamconline.com

٧- "كامكو": ٢٧,٢ مليار دولار التوزيعات النقدية لـ ٦٣٠ شركة خليجية خلال ٢٠١١، الأنباء، ٢٠١٢/٤/٥، متاح على:

http://www.zawya.com

٨- تقرير بيت الاستثمار العالمي "جلوبل" عن النتائج المالية السنوية للشركات القطرية ٢٠١٠، ٢٠١١/٣/٢٦، متاح على:

http://shbabeg.wordpress.com

ثانياً: المراجع باللغة الإنجليزية

١- Official Reports

١-World Bank, "World Development Report", New York: Oxford University Press, ٢٠٠٩.

٢- Books

١- Anna Creti, Zied Ftiti, Khaled Guesmi, "Oil price impact on financial markets: co-spectral.. analysis for exporting versus importing countries", Centre National De La Recherche Scientifique, ٢٠١٣.

٢- Samy ben naceur, Samir Ghazouani, Mohamed Omran, "The determinants of stock market development in the Middle-Eastern and North African Region", Managerial Finance, ٢٠٠٧.

٣- Khalid R. Al-Rodhan," The Saudi and Gulf Stock Markets: Irrational Exuberance or Markets Efficiency?", Center for Strategic and International Studies, ٢٠٠٦.

٤- Khaled A. Hussein & Mohamed F. Omran, "Financial Development in Arab Countries", Islamic research and training institute, Islamic development bank, Jeddah, Saudi Arabia.

٥- Christophe Rault, Mohamed El Hedi Arouri, Oil prices and stock markets: what drives what in the Gulf Corporation Council countries?", The William Ddvidson Institute, The University Of Mmichigan, ٢٠٠٩.

٦- Mohammed Al-Kaabia, Mehmet Demirbagb & Ekrem Tatogluc, "International Market Entry Strategies of Emerging Market MNEs: A Case Study of Qatar Telecom", Journal of East-West Business, Volume ١٦, Issue ٢, ٢٠١٠.

٧- Sami Ababdulwahab, "Three Essays on Financial Markets and Monetary Behavior in GCC Countries", Southern Illinois University Carbondale, ٢٠٠٨.

٣- Periodicals

١- Aqil Mohd. Hadi Hassan, "Financial Integration of Stock Markets in the Gulf: A Multivariate Cointegration Analysis", International Journal Of Business, Issn:١٠٨٣-٤٣٤٦, ٢٠٠٣.

٢- Alasdair Murray, "The future of European stock markets", stock markets final, ٣٠/٤/٢٠٠١.

٣- Hebalah El Serafie, Shahira F. Abdel Shah, "World Stock Exchanges are integrating/consolidating/merging: what could be done by Arab Exchanges?", Cairo & Alexandria Stock Exchanges, Working Paper Series No. ٢, October ٢٠٠٢.

٤- Kabir M. Hassan, Waleed S. Al-Sultan, Jamal A. Al-Saleem, "Stock Market Efficiency in the Gulf Cooperation Council Countries (GCC): The Case of Kuwait Stock Exchange", Scientific Journal of Administrative Development, Vol. ١ No.١, I.A.D., ٢٠٠٣.

٥- Kamal Naser, Ahmad Al-Hussaini, Duha Al-Kwari, Rana Nuseibeh, "Determinants of Corporate Social Disclosure in Developing Countries: The Case of Qatar", Advances in International Accounting, Volume ١٩, ٢٠٠٦.

٦- Rima Turk Ariss, "Calendar anomalies in the Gulf Cooperation Council stock markets", Elsevier, Volume ١٢, ٢٠١١, p ٢٩٣-٣٠٧.

٧- René M. Stulz, "Demystifying Financial Derivatives", The Milken Institute Review, ٢٠٠٥.

٨- Shawkat Hammoudeh, Eisa Aleisa, "Dynamic Relationships among GCC Stock Markets and NYMEX Oil Futures", Academic journal article from Contemporary Economic Policy, Vol. ٢٢. No.٢.

٩- Shawkat Hammoudeh, "Sudden changes in volatility in emerging markets: The case of Gulf Arab stock markets", International Review of Financial Analysis, Volume ١٧, Issue ١, ٢٠٠٨.

١٠- Samy ben naceur, Samir Ghazouani, Mohamed Omran, "The determinants of stock market development in the Middle-Eastern and North African Region", Managerial Finance, ٢٠٠٧.

١١- Walid Abdmoulah, "Testing the Evolving Efficiency of ١١ Arab Stock Markets", International Review of Financial Analysis.- Elsevier, ISSN ١٠٥٧-٥٢١٩. - Vol. ١٩, ٢٠١٠.

٤- Papers

١- Aqil Mohd. Hadi Hassan, "Financial Integration of Stock Markets in the Gulf: A Multivariate Cointegration Analysis", International Journal Of Business, Issn:١٠٨٣-٤٣٤٦, ٢٠٠٣.

٢- Kabir M. Hassan, Waleed S. Al-Sultan, Jamal A. Al-Saleem, "Stock Market Efficiency in the Gulf Cooperation Council Countries (GCC): The Case of Kuwait Stock Exchange", Scientific Journal of Administrative Development, Vol. ١ No.١, I.A.D., ٢٠٠٣.

٣- Walid Abdmoulah, "Testing the Evolving Efficiency of ١١ Arab Stock Markets", International Review of Financial Analysis.- Elsevier, ISSN ١٠٥٧-٥٢١٩. - Vol. ١٩, ٢٠١٠.

٤- Sam R. Hakim, "Gulf Cooperation Council Stock Markets Since September ١١", Middle East Policy Council, Volume XV, Number ١, Spring ٢٠٠٨.

٥- Shawkat Hammoudeh, Eisa Aleisa, "Dynamic Relationships among GCC Stock Markets and NYMEX Oil Futures", Academic journal article from Contemporary Economic Policy, Vol. ٢٢, No. ٢.

٦- Wafaa Sbeiti,Turki Alshammari, "Integration of Stock Markets in the GCC Countries: An Application of the ARDL Bounds Testing Model", European Journal of Economics, Finance & Administrative Sciences, May٢٠١٠, Issue ٢٠.

٧- Kamal Naser, Ahmad Al-Hussaini, Duha Al-Kwari, Rana Nuseibeh, "Determinants of Corporate Social Disclosure in Developing Countries: The Case of Qatar", Advances in International Accounting, Volume ١٩, ٢٠٠٦.

٨- Abdullah M. H. Alharbi, "Nonlinearity and market efficiency in GCC stock markets", ProQuest Dissertations and Theses, ٢٠٠٩.

٩- John L. Simpson, "Financial Integration in the GCC Stock Markets: Evidence from the Early ٢٠٠٠s Development Phase", journal of Economic Cooperation, ٢٩, ٢٠٠٨.

١٠- Shawkat Hammoudeh, "Sudden changes in volatility in emerging markets: The case of Gulf Arab stock markets", International Review of Financial Analysis, Volume ١٧, Issue ١, ٢٠٠٨.

١١- Jorg Bley, "Are GCC stock markets predictable?", Elsevier, Volume ١٢, ٢٠١١.

١٢- Rima Turk Ariss, "Calendar anomalies in the Gulf Cooperation Council stock markets", Elsevier, Volume ١٢, ٢٠١١.

١٣- René M. Stulz, "Demystifying Financial Derivatives", The Milken Institute Review, ٢٠٠٥.

٥- Articles On The Web

١- Kuwait Stock Exchange Monthly Report, the Studies & Research Department Bayan Investment, Kuwait, October ٢٠١٣, available at:

http://www.bayaninvest.com/enkse-monthly-reports/٢٠١٣/١٠.pdf.

٢- "Rules & Interpretations", NYSE Euronext, available on:

http://www.nyse.com/regulation/rules/١١٤٥٤٨٦٤٧٢٠٣٨.html.

٣- NYSE Euronext Global Index Group Announces ٢٠٠٩ Performance of Indices, mondo visione, ١١/١/٢٠١٠, available on:

http://www.mondovisione.com/media-and-resources/news/nyse-euronext-global-index-group-announces-٢٠٠٩-performance-of-indices-benchmark/.

٤- NYSE Euronext Global Index Group Announces ٢٠١٠ Performance of Indices, NYSE Euronext, ٢٠١٠,:available on:

http://www.nyse.com/press/١٢٩٥٥٢٢٦٩٢٩٦٩.html.

٥- NYSE Euronext Global Index Group Announces ٢٠١١ Performance of Indices, NYSE Euronext, ٢٠١١,:available on:

http://www.nyse.com/press/١٣٢٧٣١٦٠٢٥٤١٦.html.

٦- NYSE Euronext Global Index Group Announces ٢٠١١ Performance of Indices, NYSE Euronext, ٢٠١١,:available on:

http://www.nyse.com/press/١٣٥٨٣٣٤٩٢٠٩٩٦.html

٧- NYSE Euronext Global Index Group Announces March ٢٠١٤ Performance of Indices, NYSE Euronext, ٢٠١٤,:available on:

https://nyse.nyx.com/indices/index-reports.

٨- "Rules and regulations", London Stock Exchange, available on:

http://www.londonstockexchange.com/traders-and-brokers/rules-regulations/rules-regulations.htm.

## محتويات الكتاب

د. محمد صادق إسماعيل

- مدير المركز العربي للدراسات السياسية والاستراتيجية.
- دكتوراه العلوم السياسية في العلاقات الدولية بمنطقة الخليج العربي.
- ماجستير العلاقات الدولية بمنطقة الخليج العربي.
- ماجستير الإدارة العامة والسياسات العامة.
- بكالوريوس الاقتصاد والعلوم السياسية - جامعة القاهرة.
- ضيف ومحلل سياسي في العديد من القنوات الفضائية المصرية والعربية.
- صدر للكاتب قرابة الأربعين كتاب في مختلف المجالات السياسية والاقتصادية والإجتماعية والإدارية.
- للكاتب عشرات الدراسات والأبحاث والمقالات المنشورة والمحكمة بالدوريات العربية.
- حصل الكاتب على عشرات الجوائز البحثية والأكاديمية في مختلف مجالات البحث العلمي في مصر والعالم العربي.

للتواصل:

m_sadek١٩٧٦@yahoo.com

تلعب سوق الأوراق المالية مجموعة من الوظائف الاقتصادية الهامة، ومنها:

إيجاد سوق دائمة مستمرة، والاستثمار في سوق الأوراق المالية بالسهولة واليسر وذلك بالمقارنة بصعوبة الاستثمار في مجالات أخرى، وتحقيق مجموعة من المزايا للمدخرين التي تشجعهم على توظيف أموالهم في الأوراق المالية حيث تعطي الأمان الكامل لرؤوس أموالهم وأيضًا في الحصول على عائد منتظم للورقة المالية التي يتعامل فيه، كما تعطيهم الحق في سهولة التصرف في الصك في أية لحظة، كما أن العلانية المتوافرة في البورصة تساعد المدخر في اتخاذ القرار المناسب لتوظيف أمواله.

وعند الحديث عن واقع أداء البورصات في العالم العربي يتضح لنا أن هناك اتجاهان متعارضان في هذا الشأن، حيث ينظر أنصار الاتجاه الأول إلى أداء البورصات العربي من منظور إيجابي مؤكدين أن البورصات العربية على اختلاف دولها قد قطعت شوطا كبيرًا نحو التقدم وبلغت معدلات أداء مرتفعة مقارنة بدول أخرى خارج المنطقة العربية.

في حين يرى أنصار الاتجاه الثاني أن أداء البورصات العربية لا يزال متواضعًا ودون المستوى المطلوب وتحتاج إلى العديد من جهود التطوير والتحديث لمواكبة التقدم الهائل في أداء البورصات العالمية.

إلا أن الواقع يشير إلى أن هذه الأسواق لا تزال تعاني من العديد من نقاط الضعف ولم تؤدي الدور المطلوب منها وهو تمويل التنمية الاقتصادية؛ وذلك بسبب التحديات التي تواجهها الدول العربية سواء على المستوى المحلي ممثلة في البيئة المنظمة ومدى تطور التشريعات والقوانين الداخلية، أو على المستوى الإقليمي ممثلة في ضعف جهود التعاون والترابط فيما بينها، أو على المستوى الدولي ممثلة في التطورات التي ترتبط بالأسواق العالمية والتغيرات التقنية.

وعلى هذا الأساس، فإن السؤال الرئيس الذي تحاول هذه الدراسة الإجابة

